证券研究报告——跨境电商行业专题

“链动”全球贸易，助力品牌出海

证券分析师：张峻豪

电话：021-60933168

E-MAIL：zhangjh@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517070001

证券分析师：曾光

电话：0755-82150809

E-MAIL：zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003

国信证券经济研究所

GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

2020年8月23日

VISIT…

扫码免费领取资料

房中术{www.nblax520.com}专注于男性增大增粗增长、阳痿、早泄、壮阳、延时、强肾、回春、健身。女性缩阴、丰胸、减肥、化妆、瑜伽、保养、产后修复、盆底肌锻炼。两性健康,夫妻按摩,房中术,性姿势,性技巧,性知识等

更多免费教程：英语学习，技能提升，PS 教学，投资赚钱，音乐教程，口才教学，情商提升，风水教学，心理学，摄影知识，幼儿学习，书法学习，记忆力提升等等.....

==========

全站课程下载

课程不断增加

本站现资源容量已超 10T

入群联系 QQ：167520299 或添加微信：1131084518（备注 学习）

扫码加微信lax988988领取资料

阳痿早泄训练
皇室洗髓功视频教学
女人驻颜术
泡妞约炮万元课程
足疗养 SPA 教材
玉蛋功
马氏回春功
房中术张丰川
哲龙全套视频
增大盼你增大
国际男优训练
亚当德永早泄训练
洗髓功真人内部
皇室养生绝学道家洗髓功
【铁牛人会员课】男人必备技能，理论讲解
实战高清视频
随意控制射精锻炼 视频+图片+文字
价值 1440 元第一性学名著<素女经房中养生
宝典视频>12 部
洗髓功修炼方法视频教学
陈见玉蛋功视频教学 女性缩阴锻炼
男性自然增大增长指南
强性健肾保健操 1-4
道家强肾系统锻炼功法
马氏回春功
12 堂课，全面掌握男性健康问题 让你重燃自信
联系微信：1131084518

1、东方性经
2、印度 17 式
3、口交技巧 3 部
4、港台性姿势 3 部
5、365 性姿势 6 部
6、泰国性爱密经 17 式
7、花花公子性技巧 6 部
8、阁楼艳星性技巧 7 部
9、古今鸳鸯秘谱全集 7 部
10、夫妻爱侣情趣瑜伽 2 部
11、古代宫廷性保健系列 14 部
12、汉唐宋元明清春宫图真人
13. 柔软性爱宝典 日本 9800 课
14. 李熙墨 3999 全套课
15. 妖精性爱课 2888
16. 李银河全套性课
17. 领统统性课
18. 德勇男性篇
19. 德勇男性篇
20. 缓慢性爱
21. 亚当多体位搭配篇
22. 亚当多体位结合篇
23. 德勇克服早泄讲座练习
24. 德勇以女性为中心得爱抚
25. 加藤鹰接吻爱抚舌技
26. 加藤鹰指技
27. 加藤鹰四十八手入门
28. 佐藤潮吹教学
29. 佐藤男人体能锻炼+保健品介绍
30. 佐藤男人早泄对抗训练
31. 阿拉伯延时训练

32. 田渊正浩秘籍
33. 异性性快感集中训练教学
34. 自我愉悦锻炼密宗
35. 铁牛全套延时训练课
36. Pc 机锻炼真人视频教学
37. 印度性经全集 8 部
38. 21 世纪性爱指南
39. 香蕉大叔男女训练馆全套
40. 中美真人性治疗教学+理论
41. 女性闺房秘术
42. 幸福玛利亚性课
43. 陈见如何释放性魅力征服
44. 性爱技巧讲座全套
45. 性爱秘籍全套
46. 性爱误区讲座
47. 性病讲解大全
48. 性博士讲座合集
49. 性健康和性高潮合集
50. 性教育讲座合集
51. 性能力课堂合集
52. 性生活问题解析合集
53. 意外怀孕和避孕处理课堂
54. 性感地带探索
55. 性技巧讲座
56. 性健康与性卫生讲座
57. 性生活专家答疑
58. 性心理与性道德合集
59. 性爱宝典合集
60. 性爱技巧合集
61. 完美性爱演示
62. 完美性爱技术讲解
更多精品等你来解锁哦.....

每日免费获取报告

1、每日微信群内分享**7+**最新重磅报告；

2、每日分享当日**华尔街日报**、金融时报；

3、每周分享**经济学人**

4、行研报告均为公开版，权利归原作者所有，起点财经仅分发做内部学习。

扫一扫二维码
关注公号
回复：**研究报告**
加入“起点财经”微信群。。

投资要点：把握品牌出海机遇，关注跨境电商优质龙头

■ **行业概览：规模万亿级，出口B2C模式前景广阔**

在中国出口外贸领域，跨境电商模式正扮演着日益重要的角色。据网经社统计数据，2019年中国跨境电商总体规模达10.5万亿元，其中跨境出口B2C交易模式由于短平快的特点成长迅猛，2019年市场规模达1.73万亿元，2013-2019年复合增速28.74%。B2C模式下企业实行统一生产或采购，借助第三方平台进行或自建独立站实现在线销售，直连海外终端消费者，逐步形成一定的客户认知度，因而也成为助力中国品牌出海的尖兵利器。

■ **行业享政策+渗透率提升机遇，龙头有望加速发展**

从行业驱动来看1）供给端，国内生产企业多年来积累的优质制造能力极大丰富了高性价比产品的供给，而政策红利的持续释放也营造了积极的企业成长环境；2）需求端，海外电商消费渗透率仍有巨大提升空间，相对成熟的美国市场也仅16%，疫情带来的消费习惯养成将推动中长期发展。整体来看，行业前期虽因野蛮生长带来了阶段性的产能过剩，但目前已逐步重回健康发展轨道，未来供应链能力优异且具备品牌力的龙头有望充分受益行业发展。

■ **经营模式不尽相同，以品牌认知+优异周转实现良性循环**

通过拆解产业经营环节，我们认为选品定位（精品or泛品）、平台运营（第三方or自建站）和仓储物流（FBA海外仓or自建仓）是决定企业盈利水平的三大核心环节，其中选品定位主要影响毛利率水平和周转能力，平台模式和仓储物流主要影响费用率水平。综合来看，精品路线企业通过打造爆款建立自己稳定的客户群体，并利用第三方平台的自然流量优势，和海外仓模式的便捷性不断完善消费者的购物体验，最终实现相对较高的盈利和周转水平。而泛品路线虽用户获取和库存周转压力大，但企业通过供应链积累和品牌认知度亦可带来流量留存和复购率提升。

■ **投资建议：关注具备品牌认知度和优异周转能力的优势企业**

整体来看，跨境电商行业在政策红利不断释放和海外电商渗透率提升背景下有望迎来持续成长动能，具备品牌认知度和优异运营能力的优势企业有望实现加速成长。综合考虑布局品类，模式选择和企业周转能力，我们主要推荐专注消费电子品类，拥有出色产品经营管理能力和海外品牌认知度的**安克创新**；此外，我们建议关注拥有跨境电商子公司有棵树的**天泽信息**和精细化管理能力提升，获国资入主的**跨境通**。

目录

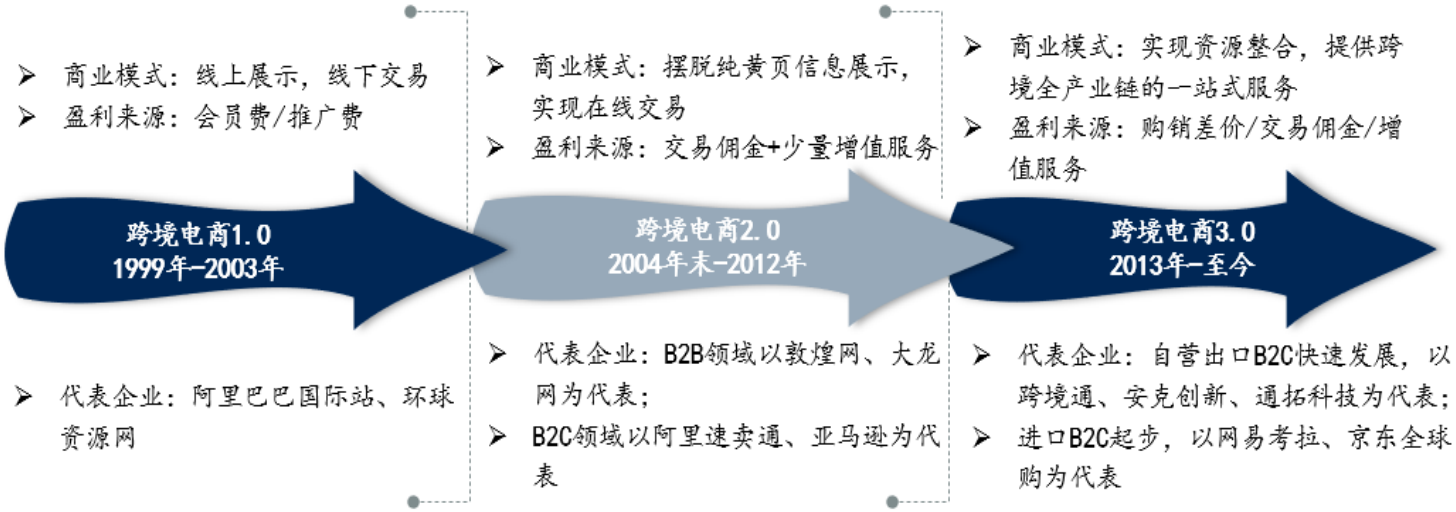
- 行业简介：着眼消费需求，用电商模式“链动”全球贸易
- 行业现状及竞争格局：出口B2C发展迅速，享政策+渗透率提升红利
- 自营出口B2C各模式对比：甄选优质盈利模式
- 标的简介：不同模式，各显千秋
- 投资建议：关注具备品牌认知度和优异周转能力的优势企业
- 风险提示

- 行业简介：着眼消费需求，用电商模式“链动”全球贸易

着眼消费需求，用电商模式“链动”全球贸易

- 跨境电商是指分属不同关境的交易主体，通过电子商务平台达成交易结算，并通过跨境物流送达商品的国际商业活动，其本质上是一种基于电商形式从事全球贸易的商业活动，反映了消费者对于全球多元化商品的购买需求。
- 从发展历程来看，中国跨境电商产业主要经历了从最初的仅提供外贸信息服务，到实现在线交易，再到目前的实现全产业链服务的三个发展阶段。特别是2013年后，行业整体实现了一定程度上的爆发，虽然16-18年由于前期野蛮增长带来产能阶段性过剩导致增速放缓，但去年以来在行业去库存后重回健康发展轨道。

图1：中国跨境电商行业主要发展阶段

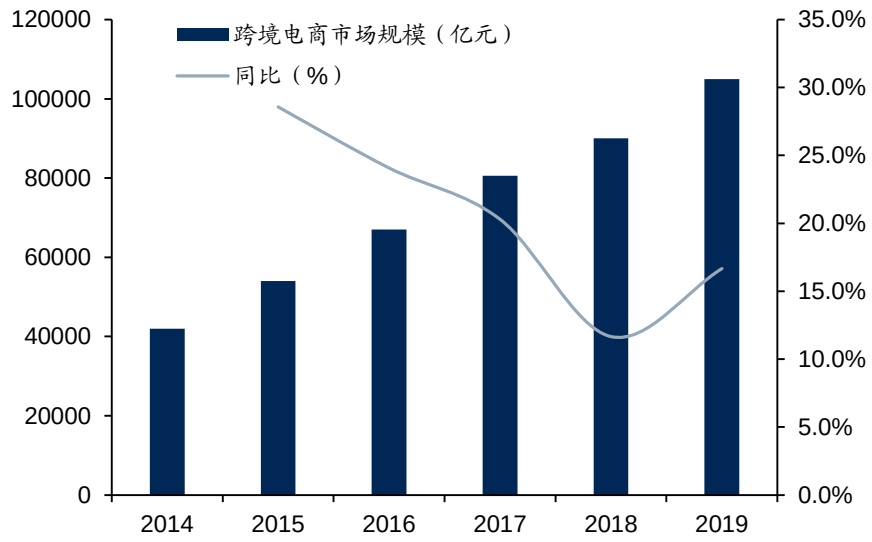


资料来源：网经社、CNKI、国信证券经济研究所整理

着眼消费需求，用电商模式“链动”全球贸易

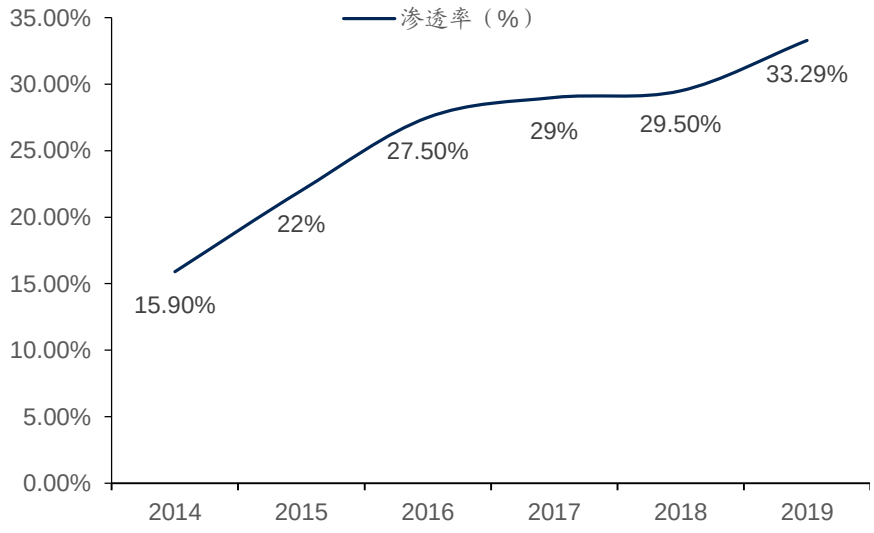
■ 据网经社数据统计，近年来中国跨境电商市场规模持续扩大，整体规模从2014年的4.2万亿元增长至了2019年的10.5万亿元，复合增速达到20.11%。同时，跨境电商在进出口总额中的渗透率也在快速提升，从2014年的15.90%提升至了2019年的33.29%。整体来看，一方面，国内改革开放以来生产企业积累的优质制造能力极大丰富了高性价比产品的供给；另一方面，海外电商渗透率仍有较大提升空间，疫情催化线上消费习惯加速养成。

图2：中国跨境电商市场规模及增速



资料来源：网经社、国信证券经济研究所整理

图3：中国跨境电商在进出口总额中的渗透率

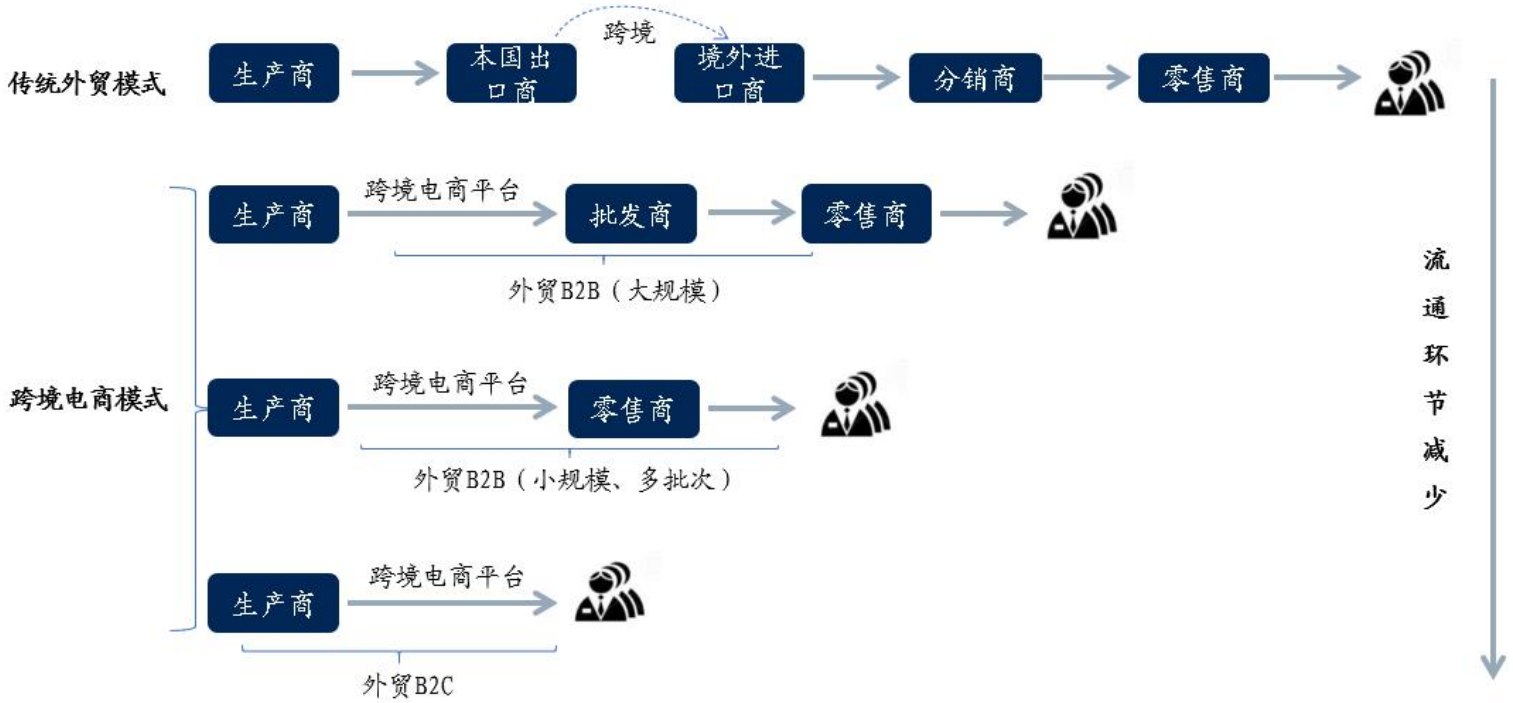


资料来源：网经社、国信证券经济研究所整理

着眼消费需求，用电商模式“链动”全球贸易

■ 与传统跨境贸易相比，**跨境电商核心优势在于减少流通环节，提升供应链效率。**具体来看，一是跨境电商有效缩短了中间商环节，减少渠道费用加成，提高毛利率水平；二是告别传统“集装箱订单”模式，降低了中小企业参与国际贸易的门槛，小规模、多批次交易活跃，利好全球贸易持续繁荣；三是通过积累贸易双方的身份信息、行为模式和能力数据，搭建信用体系，以更好地匹配供需，优化服务。

图4：跨境电商与传统外贸相比流通环节减少



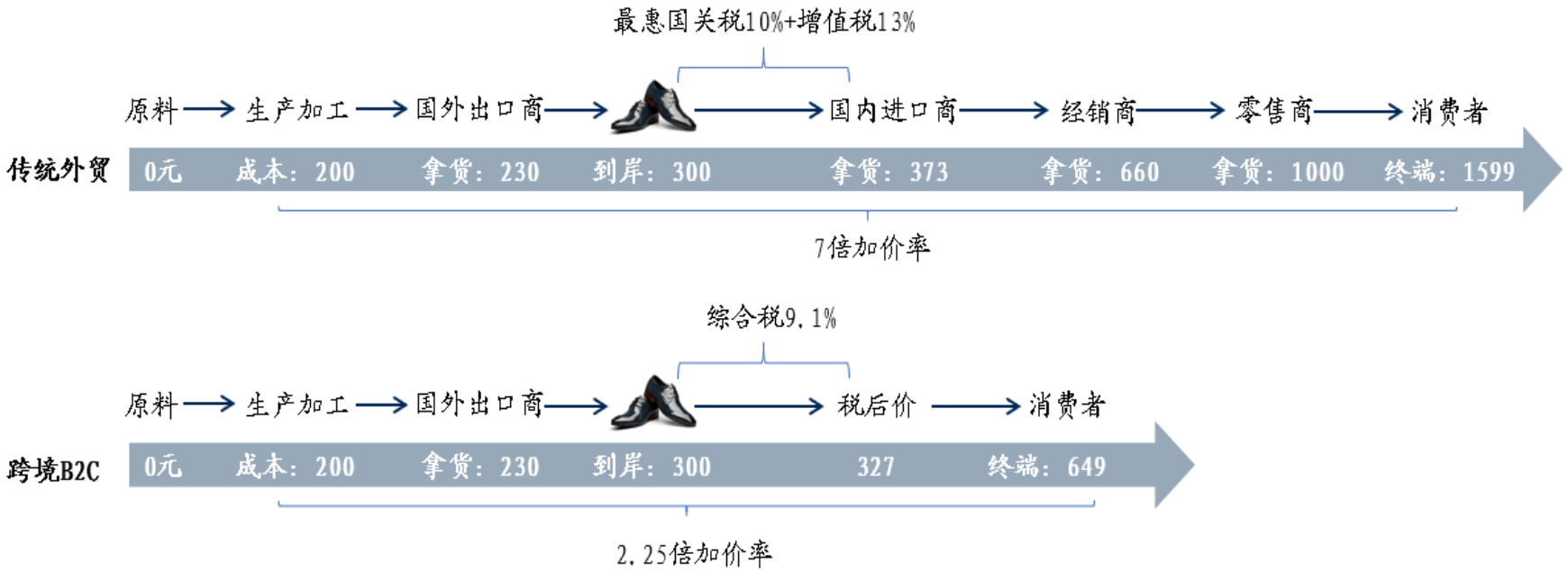
资料来源：艾瑞咨询、CNKI、国信证券经济研究所

着眼消费需求，用电商模式“链动”全球贸易

■ 我们以皮鞋品类的进口贸易为例，设定出厂价为200元，**传统外贸模式下加价率可达到7倍**，而**跨境电商B2C**模式下，分销渠道减少叠加关税优惠，**加价率仅2.45倍**。

图5：跨境B2C模式下产品加价率较传统外贸模式低

以皮鞋品类的进口贸易为例



资料来源：公司公告、京东国际、国信证券经济研究所测算
注：限值以内的跨境电商零售进口商品，关税税率暂设为0%，进口环节增值税、消费税取消免征税额，暂按法定应纳税额的70%征收

细分业态较为多元，跨境出口B2C前景广阔

- **跨境电商细分业态较为多元。**1）从进出口方向来看，跨境电商分为跨境出口和跨境进口；2）从终端客户来看，跨境电商分为B2B和B2C两类；3）按照商品所有权归属，跨境电商可分为平台型和自营型两类；4）从经营品类来看，跨境电商可分为垂直类和综合类。4）在整个跨境电商产业链中还包括相关的服务型生态，如物流服务企业、金融支付机构、营销及代运营企业。而**在国货铺全球，以及海外线上化率加速提升的行业趋势下，我们本文将重点把研究聚焦于自营型跨境出口B2C领域。**

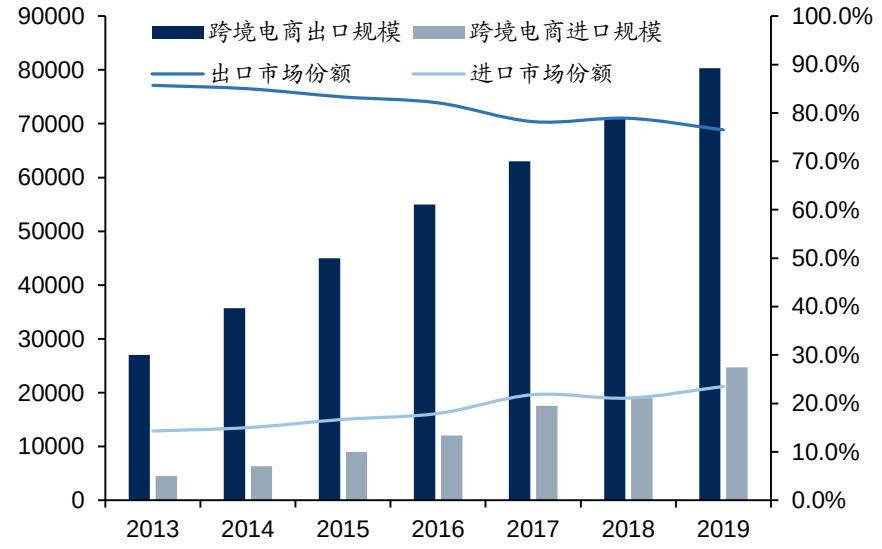
图6：一图说明跨境电商生态链

资料来源：艾瑞咨询、易观、国信证券经济研究所整理

细分业态较为多元，跨境出口B2C前景广阔

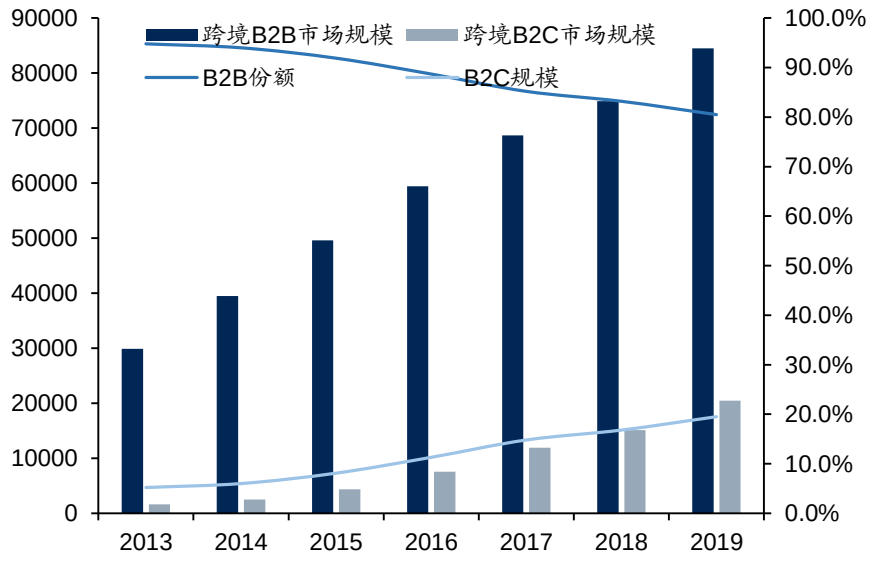
- 具体从进出口市场数据来看，近年来跨境进口电商的市场份额不断提升，在2019年达到了23.50%。而**跨境出口市场虽然份额有所下降，但仍始终占主导地位，2019年占据整个市场76.5%比例**，较2018年略降2.4pct。
- 从终端客户结构来看，B2B交易模式2019年的市场份额为80.50%，占据主导地位，但B2C交易模式由于交易环节少、消费者个性化需求崛起等因素，近年来发展迅速，**市场规模从2013年1638亿元增长至了2019年的2.05万亿元，复合增速达到52.34%**，成为中国制造链接全球消费者的重要路径。

图7：中国跨境电商交易规模中进出口结构分布



资料来源：网经社、国信证券经济研究所整理

图8：跨境出口电商中B2C业务发展迅速



资料来源：网经社、国信证券经济研究所整理

细分业态较为多元，跨境出口B2C前景广阔

- **我国跨境电商领域出口B2C模式近年来发展迅速**，而在具体模式中，又可以拆分为平台型和自营模式：**1）B2C模式下的平台型企业**，它们开放商品、店铺、交易、物流、营销推广等各环节和流程的业务，盈利来源主要是交易佣金和增值服务，代表企业包括阿里速卖通和亚马逊等；**2）B2C模式下的自营型企业**，它们对商品拥有所有权，实行统一生产或采购，借助第三方平台进行在线销售或自建电商网站，盈利来源主要是购销差价，代表企业包括安克创新、跨境通、通拓科技等。我们本文的研究重点将主要聚焦于自营企业。

表1：我国出口跨境电商的主要商业模式及盈利来源

终端客户	平台分类	商业模式	主要盈利来源	代表企业
B2B	信息服务平台	黄页信息展示功能：为供应商发布信息或帮助分销商、零售商搜索信息，并为双方交易提供撮合服务	会员费+增值服务	阿里巴巴国际站
	交易服务平台	除黄页功能外，还可以实现供需双方之间的网上交易和在线电子支付	交易佣金+展示费	敦煌网
B2C	平台型	开放商品、店铺、交易、物流、营销推广等各环节和流程的业务	交易佣金/扣点+会员费+增值服务等	速卖通、亚马逊
	自营型（入驻平台）	入驻亚马逊等第三方平台，对经营的产品进行统一生产和采购，并进行在线展示、在线交易及通过物流将产品配送到消费者手中	购销差价	安克创新、通拓科技
	自营型（自有网站）	自由平台，对经营的产品进行统一生产和采购，并进行在线展示、在线交易及通过物流将产品配送到消费者手中	购销差价	跨境通、兰亭集势

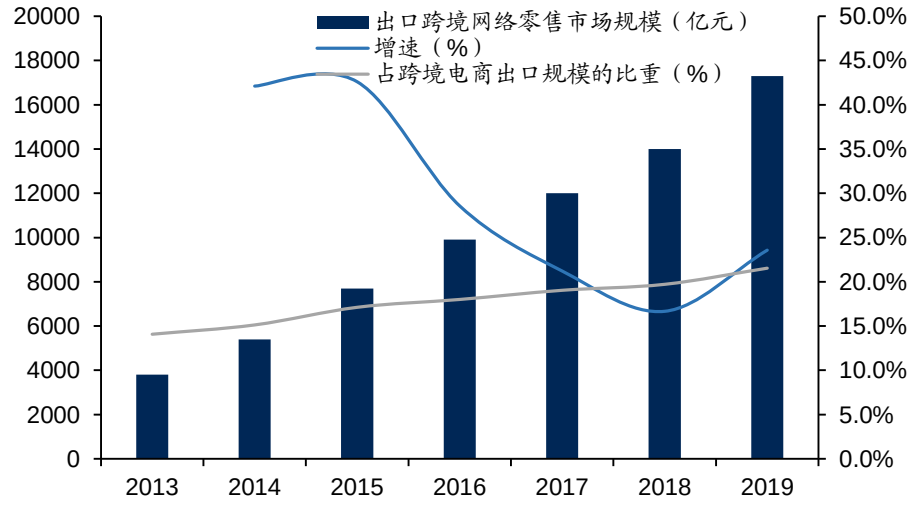
资料来源:网经社、公司公告、国信证券经济研究所整理

- 行业现状及竞争格局：出口B2C发展迅速，享政策+渗透率提升红利

跨境电商出口B2C发展迅速

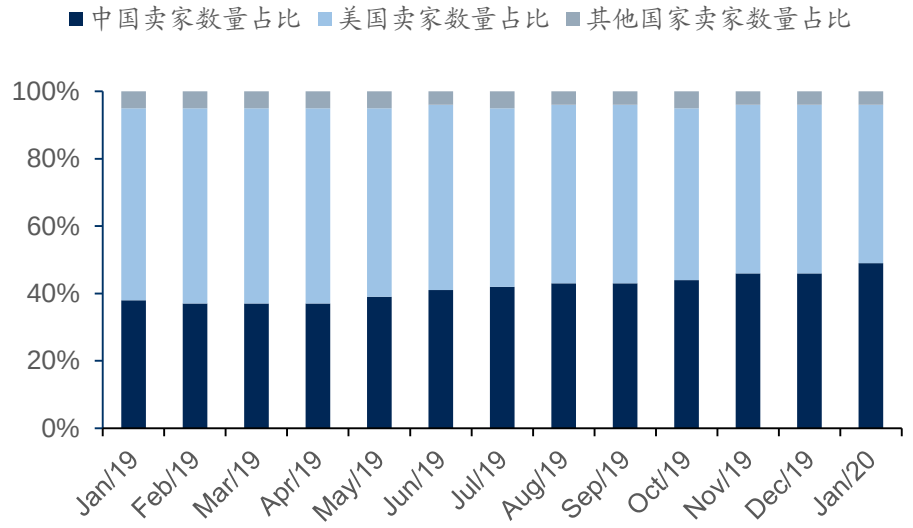
- 接下来我们将具体分析自营跨境B2C电商。基于中国制造在3C电子、服饰鞋帽、生活家居等领域的产业基础优势以及电商零售配套设施的完善，**跨境出口B2C，尤其是自营型近年来备受视市场关注**，指国内卖家从上游供应商买断商品通过入驻第三方平台或自建站模式直接对接国外消费者，且在3C、服装等特定领域形成一定优势。
- 从市场规模看，据网经社数据，2019年中国出口跨境网络零售市场规模达到1.73万亿元，同比增长23.57%，2013-2019年的复合增速达到28.74%；从企业出海布局来看，以亚马逊平台为例，据Marketplace Pulse的研究，**Amazon.com平台前一万名卖家结构中，中国卖家的数量占比于2020年1月达到49%**，高于美国的47%；新增卖家上，20017-2018年Amazon.com平台新增卖家100万个，其中至少40%来自中国，表明中国零售商正积极推动出海B2C业务的发展。

图9：出口跨境网络零售市场规模



资料来源：网经社、国信证券经济研究所整理

图10：亚马逊前1万名卖家中近半数来自中国

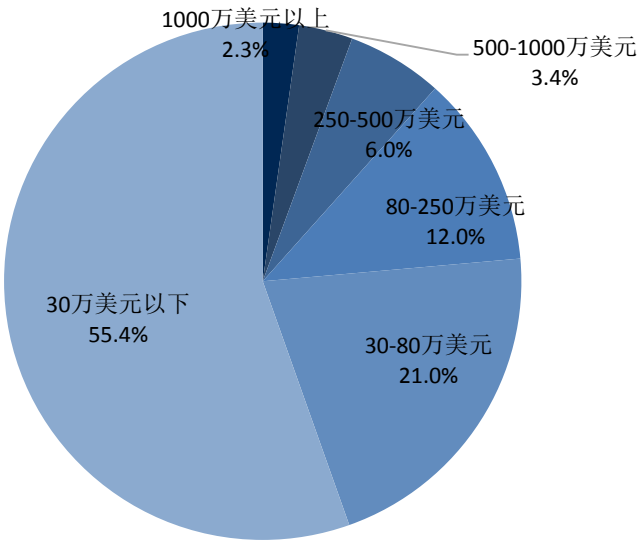


资料来源：Marketplace Pulse、国信证券经济研究所整理

竞争格局较为分散，企业经营策略多元

■ 市场竞争格局方面，目前跨境电商出口B2C领域的竞争格局较为分散，**预计2018年销售规模小于30万美元的企业超过一半，销售规模超过1000万美元的企业占比仅为2.5%。**从区域分布看，据Marketplace Pulse的研究，亚马逊平台中国第三方卖家中多数企业来自东南沿海地区，其中广东卖家占比45.5%，浙江卖家占比10.1%，福建和江苏卖家占比分别为7.5%/3.8%，这些地区电子产品/服装鞋帽的产业基础较好，外贸人才储备丰富。

图11：2018年中国跨境出口电商企业的销售规模分布



资料来源：易观、国信证券经济研究所

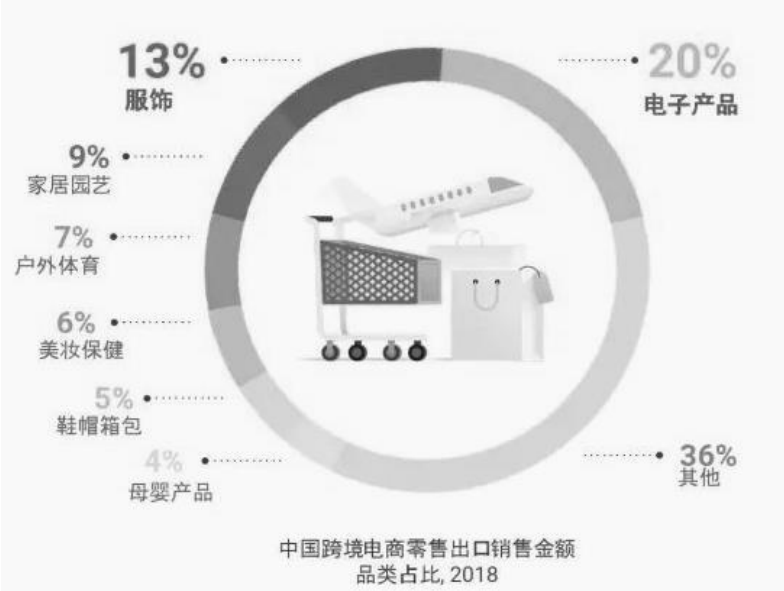
图12：中国跨境出口电商企业的区域分布情况

资料来源：Marketplace Pulse、国信证券经济研究所

竞争格局相对分散，企业经营策略多元

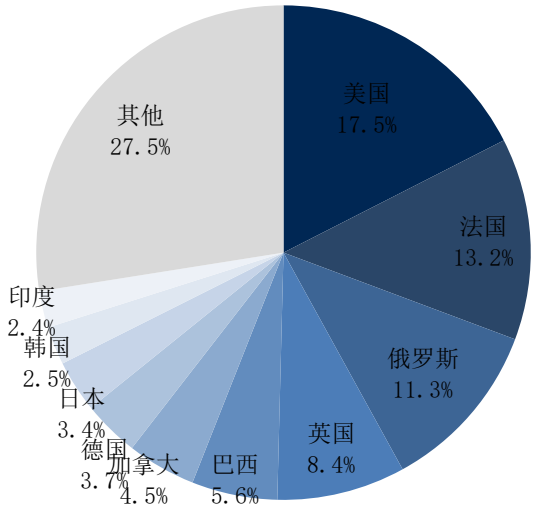
■ 从我国跨境出口电商销售品类和境外市场分布来看。品类上以电子产品、服装服饰和家居为主，2018年在跨境电商零售出口额中的占比分别为20%/13%/9%。从境外主要销售区域看，欧美是中国出口跨境电商的主要市场，其中2018年美国占据17.5%的市场份额，法国/俄罗斯/英国分别占据13.20%/11.30%/8.40%的市场份额。

图13：2018年中国跨境电商零售出口销售额品类占比



资料来源：Kantar、国信证券经济研究所整理

图14：2018年中国出口跨境电商主要国家分布



资料来源：网经社、国信证券经济研究所整理

竞争格局相对分散，企业经营策略多元

■ 市场主要竞争主体方面，如前文所诉，跨境电商生态较为多元，在格局分散的跨境出口B2C市场，自营型市场主体同样选择了不同的竞争策略，在平台模式、选品策略、仓储物流策略方面各取所需。**我们后文将对各类经营模式进行全方位对比分析，甄选优质的盈利模式。**

表2：主要自营型跨境出口B2C企业

企业	平台选择	产品特征	销售区域（2019年）	SKU/PN情况	2019年业绩状况	是否上市公司
安克创新	入驻第三方平台（亚马逊、ebay、天猫、日本乐天）	消费电子类	覆盖北美、欧洲、日本等主要发达国家和地区	超过1000中PN（产品型号）	营收66.55亿元，归母净利润7.22亿元	是，创业板上市
泽宝技术	入驻第三方平台（亚马逊为主）	精品模式，以消费电子+个护健康类+家纺家居类+美妆护肤为主	主营欧美日	核心SKU数量约200个	营收28.32亿元，净利润1.54亿元	控股股东星徽精密（300464.SZ）为上市公司
环球易购	自建网站为主（Gearbest、ZAFUL等）	综合类	欧美、亚洲和拉美、北非、东欧等新兴市场。	Gearbest（电子）在线SKU30.9万；ZAFUL（服装类）在线SKU5.6万	营收85.06亿元，净利润亏损26.51亿元	控股股东跨境通（002640.SZ）为上市公司
帕拓逊	入驻第三方平台（亚马逊、ebay、速卖通、wish）	消费性电子产品	北美、欧洲、中东、澳洲、亚太、东南亚等各大经济实体	-	营收34.39亿元，净利润1.78亿元	
通拓科技	入驻第三方平台（eBay、亚马逊、速卖通、Wish）+自建（TOMTOP）	综合类	欧美市场收入超70%	SKU总量超过55万	营收52.20亿元，净利润3.01亿元	控股股东华鼎股份（601113.SH）为上市公司
有棵树	入驻第三方平台（eBay、亚马逊、Wish、速卖通）	综合类，覆盖3C，户外，家居，汽配等19大类	家覆盖欧美，东南亚，日韩，俄罗斯，中南美洲	产品SKU数逾40万件	营收31.21亿元，净利润2.96亿元	控股股东天泽信息（300209.SZ）为上市公司
兰亭集势	自建网站为主	综合类	140多个国家和地区	-	营收2.28亿美元，净利润110万美元	是，美股上市

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

成长驱动：政策红利不断

- 在推动外贸转型升级过程中，**跨境电商**凭借短、平、快的优势正成为各大企业的重要出海手段，在政策层面也受到极大重视，**已然成为了中国从制造出海向品牌出海转型过程中的重要依托之一**。我们认为，只要中国品牌出海的大趋势不改变，跨境电商渠道也将得到企业和政府的持续重视，相关扶持政策也会持续出台，同时国际市场电商渗透率的不足，也会为中国跨境电商市场，特别是跨境电商出口B2C市场提供较为充足的成长空间。
- **具体政策方面，**跨境电商渠道在2013年8月被认为对于扩大海外营销渠道，提升我国品牌竞争力，实现我国外贸转型升级有重要而深远的意义。此后，从国务院到各大部委，税收优惠、结汇松绑、设立跨境电商综合试验区等配套政策相继出台，且在过去的2020年两会上，政府工作报告再次提出“加快跨境电商等新业态发展，提升国际货运能力”，预计后续相关规范性政策、税收、金融等支持政策将进一步出台。

表3：近年来跨境电商领域相关政策

政策	发布时间	发布部门	政策解读
《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》	2013年8月	商务部、发展改革委、财政部等九部门	提出海关监管、跨境支付、税收等六项具体支持政策，有利于推动跨境电商规范化发展，同时也对跨境电商零售出口做了明确定义，为后续监管提供了参照。
《关于跨境电子商务零售出口税收政策的通知》	2013年12月	财政部、国家税务总局	明确了跨境电商零售出口有关的税收优惠政策
《关于促进跨境电子商务健康快速发展的指导意见》	2015年6月	国务院办公厅	从海关监管、支付结算、税收政策、金融支持等多方面提出意见，以促进我国跨境电子商务健康快速发展。
《关于同意在天津等12个城市设立跨境电子商务综合实验区的批复》	2016年1月	国务院	因地制宜，突出本地特色和优势，为推动全国跨境电子商务健康发展创造更多可复制推广的经验。
《关于跨境电子商务综合试验区零售出口货物税收政策的通知》	2018年9月	财政部、税务总局、商务部、海关总署	对综试区电子商务出口企业出口未取得有效进货凭证的货物，并符合相关规定的试行增值税、消费税免税政策。
《中华人民共和国电子商务法》	2018年8月	全国人大常委会表决通过	提出要建立健全适应跨境电子商务特点的海关、税收、进出境检验检疫、支付结算等管理制度，有利于跨境电商健康快速发展。
《关于跨境电子商务零售进出口商品有关监管事宜的公告》	2018年12月	海关总署	进一步完善规范跨境电商的业务发展。
《关于同意在雄安新区等46个城市和地区设立跨境电子商务综合试验区的批复》	2020年5月	国务院	推广促进跨境电商发展的有效做法，实行对综试区跨境电商零售出口货物按规定免征增值税和消费税、企业所得税核定征收等支持政策。

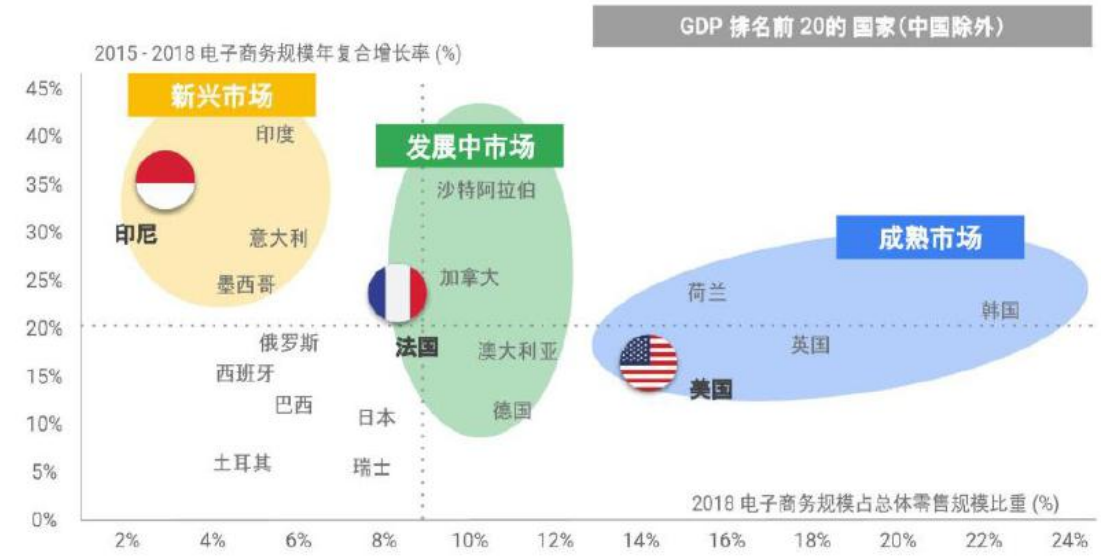
资料来源:网经社、各部门官网、国信证券经济研究所分析整理

成长驱动：海外电商渗透率提升空间大

■ **电商渗透率方面，参考中国市场，各国渗透率仍有提升空间。**根据Kantar&Google发布的《2019年中国跨境电商发展与机遇报告》，按照电商渗透率和规模年复合增速，除中国外的全球电商市场大致可以分为成熟市场、发展中市场和新兴市场，其中成熟市场中**美国2018年的电商渗透率实际上也仅有16%左右，新兴市场以意大利、印尼等为代表，2018年电商渗透率不足8%**，但2015-2018年的规模复合增速高达30%左右，电商市场呈现快读发展态势，未来渗透率有望逐步提升。而中国市场方面，据国家统计局数据数据，2020上半年实物商品网上零售额同比增长14.3%，占社会消费品零售总额的比重达到25.2%，在全球处于领先地位。

■ **主要国家的电商产业配套设施逐步完善，促进渗透率提升。**目前欧美、东亚/东南亚等主要国家对电商产业发展的关注度日益提升，支付结算、转运清关、仓储物流等环节的配套设施逐步为完善，为电商渗透率的提升提供基础支持。如据《中国日报》2018年9月报道，意大利自2014年起启动对银行金融结算系统进行综合改革，已授权裕信银行等3家银行开展快速金融结算业务，这将有助于电子商务市场的发展，扩大市场营销范围。

图15：世界主要电商市场的渗透率和年复合增速情况



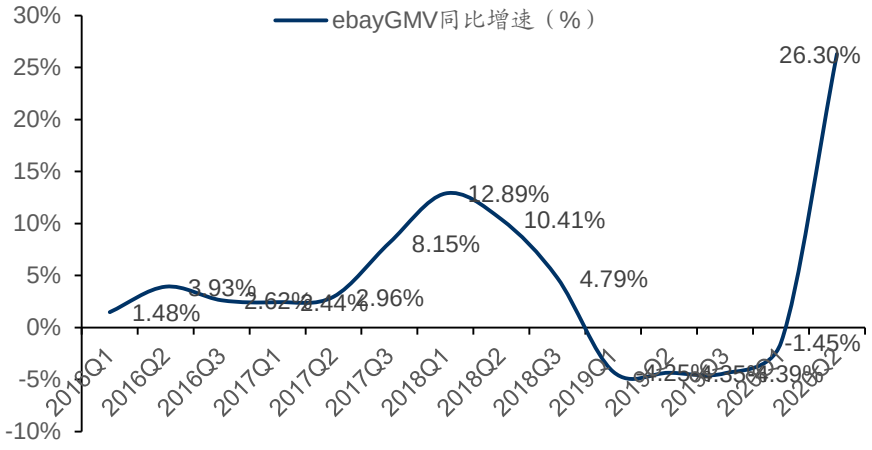
资料来源：Kantar&Google、国信证券经济研究所整理

成长驱动：疫情加速海外电商消费习惯

■ **疫情期间消费者线上化购物需求增加，购物习惯有望得到培育从而促进渗透率提升。**如新冠疫情期间美国各地普遍采取了相应的居家隔离政策，居民消费场景加速从线下向线上转移，**亚马逊北美地区销售额在2020年第二季度增长了43%，整个上半年增长了36%，**主要得益于疫情期间更多人留在家中，增加了家庭必需品和其他生活必需品的需求增加；ebay2020年Q2市场GMV达到271.35亿元，同比增长26.30%，受益于消费者在线零售体验增加，整体线上交易量提升。

■ **消费者习惯变迁方面，**从美国市场看，ChannelAdvisor针对美国消费者的调查数据显示，自2020年3月初以来，46%的消费者增加了线上购物的频率，**同时疫情缓和后，38%的消费者表示仍将继续保持线上购物习惯，且频率高于新冠疫情爆发前。**从英国市场看，eMarketer发布的调查报告显示，在新冠疫情缓和后，约42%的消费者表示将会进行更多的进行网络购物，其中35岁以下消费者强化线上购物习惯的概率更高。

图16：ebay平台GMV季度同比增速（%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

表4：新冠疫情如何改变英国消费者购物习惯的预期

年龄	线上购物频率增加	购物习惯维持不变	线下购物频率增加
18-25岁	46%	44%	10%
26-35岁	59%	35%	6%
36-45岁	43%	53%	4%
46-55岁	37%	58%	5%
56-65岁	31%	62%	7%
66岁+	31%	64%	6%
Total	42%	52%	6%

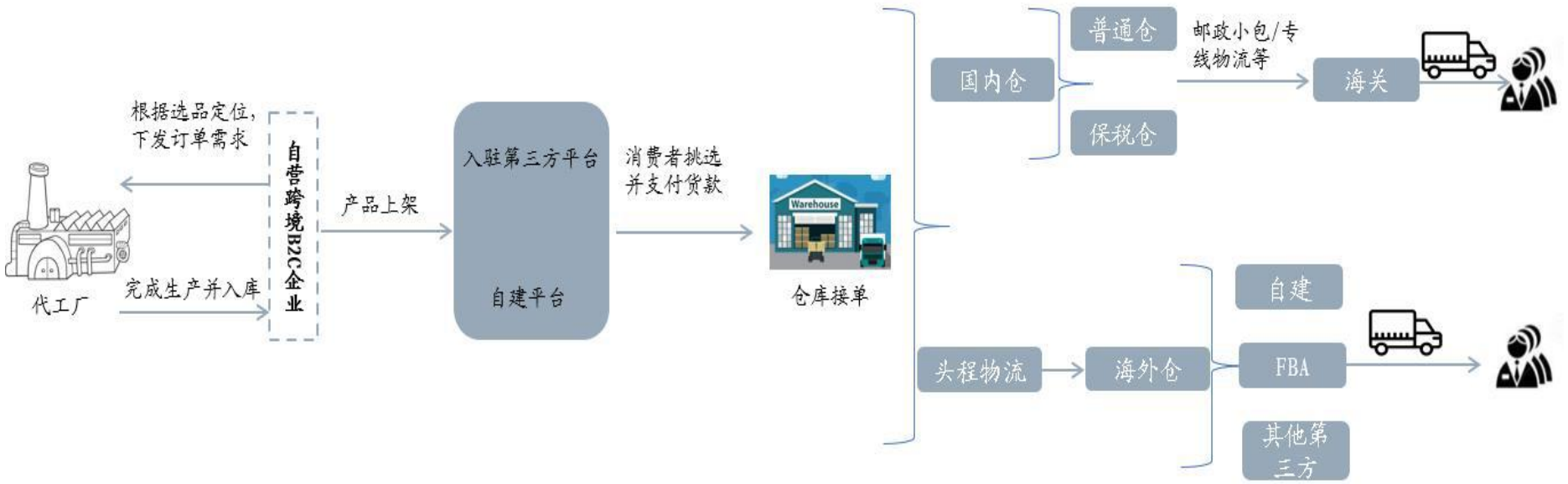
资料来源:eMarketer、国信证券经济研究所整理

●跨境出口B2C各模式对比：甄选优质盈利模式

自营出口B2C各模式对比：关注选品、平台模式、仓储物流三大环节

- 我们主要研究分析跨境出口B2C的自营模式，其在商品出售前拥有所有权，盈利来源主要是购销差价，代表企业包括安克创新、跨境通和泽宝技术等。我们认为在国货出海的历史机遇中，此类企业扮演着重要的行业推动者角色，也有望率先享受国货出海的红利。
- 自营跨境出口B2C整体业务流程包括选品定位、平台模式选择、仓储物流等核心环节，下文的模式对比也将主要从这三方面展开。**其中选品定位主要影响毛利率水平和存货周转能力，平台模式选择和仓储物流主要影响费用率水平**，综合决定着自营出口B2C企业的盈利水平。

图17：跨境出口B2C模式的业务流程简图



资料来源：公司公告、《跨境电商全产业链时代：政策红利下迎机遇期》、国信证券经济研究所分析整理

选品定位：精品策略打造大单品，盈利能力相对更优

- 从目前市场参与者的选品现状来看，主要包括精品和泛品两种策略。**精品策略**即在对市场竞争格局和消费需求分析的基础上，投入资源在较少的品种领域进行研发、设计和生产，**SKU数量一般在2000个以内**。
- **1）精品路线**对于企业的市场研判能力和研发能力有较高要求，且单一品类市场风险较高，但精品路线的产品粘性较强，毛利率较高且库存压力小，通过打造爆款大单品可以建立自己稳定的客户群体，打造品牌认知度；**2）泛品路线**SKU 数量级从几万到几十万个不等，追求规模收益，覆盖不同类型客户群，分散单一品类的风险，通过SKU 的丰富度可吸引消费者在网站上停留较长时间，但难以形成爆款，且不同产品线的采购、营销和储存方式都不尽相同，整体成本压力明显。

表5：主要自营型跨境出口B2C企业

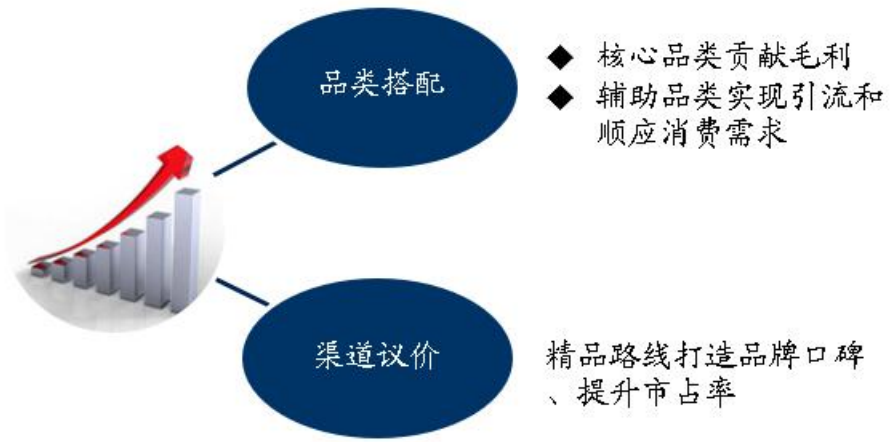
选品策略	SKU数量	优势	劣势
精品	小于2000	产品粘性高、毛利率高、库存压力小	单一品类市场风险高、选品能力要求极高
泛品	几万到几十万不等	客群规模大、分散单一产品风险	难以形成爆款、整体成本压力大

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

选品定位：精品策略打造大单品，盈利能力相对更优

- **毛利率方面**，我们认为对于自营出口B2C跨境电商而言，**品类选择和渠道议价能力是影响毛利率的关键因素**，其中**品类搭配又由两部分构成**，一部分是作为企业的核心优势品类，主要是贡献毛利，另一部分品类则更多以引流为主要目标。如安克创新主打充电类+无线音频类+智能创新类的产品组合，其中充电类为核心优势产品，该品类2017-2019年的毛利率始终高于60%，而在全球消费电子市场需求逐步多元化的背景下，其无线音频类和智能创新类产品虽毛利较低（40%左右），**但顺应了市场需要，可起到重要的引流作用**。
- **渠道议价能力方面**，如前文所诉，跨境B2C模式的流通环节虽然较少，但上游仍有供应商分享产品利润，而在精品模式下，我们认为有利于打造品牌口碑、提升市场占有率，与供应商长期维持稳定的合作关系，获得具备成本优势的采购价格。而泛品模式通过布局多品类，降低对单一品类的依赖度在抗风险能力上相对更优。
- **综合而言**，我们认为精品路线通过合理且相关联的产品搭配，既利于打造核心优势品类，又能以辅助品类起到引流作用，且在某一领域的品牌积累，有助于提升渠道议价能力，整体盈利能力相对更优。

图18：影响跨境电商自营出口B2C模式毛利率的核心因素

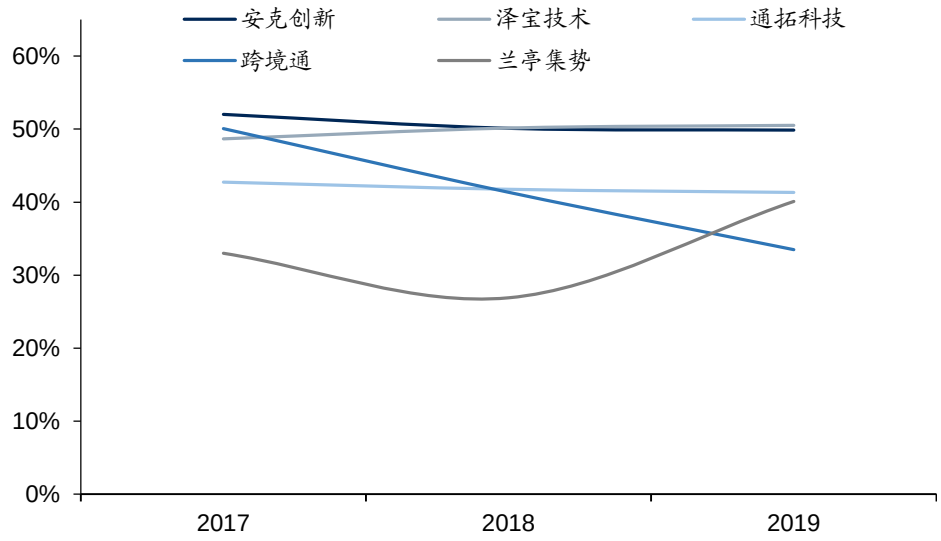


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析整理

选品定位：精品策略打造大单品，盈利能力相对更优

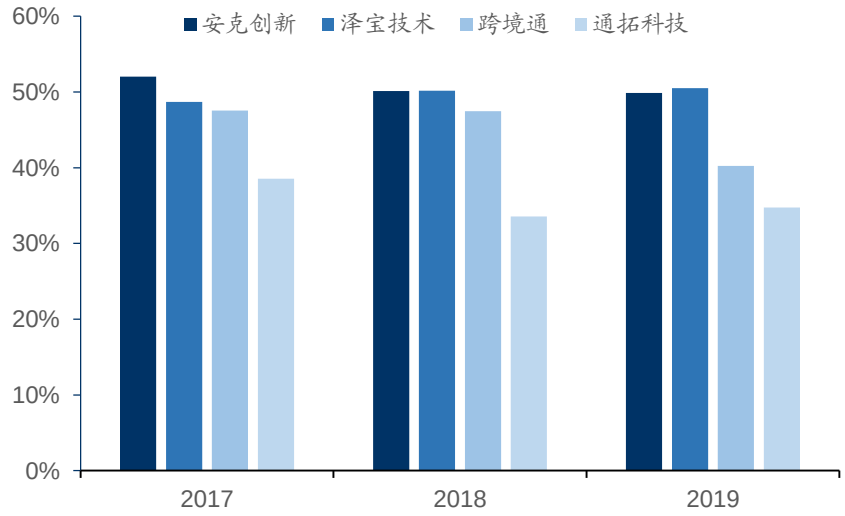
- 从实际数据来看，我们选取安克创新、泽宝技术为精品策略的代表，选取通拓科技、跨境通和兰亭集势为泛品路线的代表，其中安克创新的产品主要包括充电类、无线音频类和智能创新类，多款产品常年在亚马逊平台上位列最畅销产品（Best Seller）和亚马逊之选（Amazon's Choice）；泽宝技术的产品主要包括电源类、蓝牙音频类、小家电类、电脑手机周边类、个护健康类。
- 从整体来看，安克创新和泽宝技术即使是主营传统低毛利的消费电子产品，两者2017-2019年的平均毛利率为50.35%/50.13%/50.20%，仍高于通拓科技和跨境通的同期平均毛利率46.41%/42.56%/37.41%。考虑到安克和泽宝以电子消费品为主，我们单从该品类看，两家公司的毛利率也高于泛品类公司消费电子产品的毛利率，**一定程度上反映精品路线拥有更高的品牌影响和渠道议价能力**。

图19：精品策略公司与泛品策略公司的综合毛利率对比



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图20：精品策略与泛品策略公司电子产品的毛利率对比

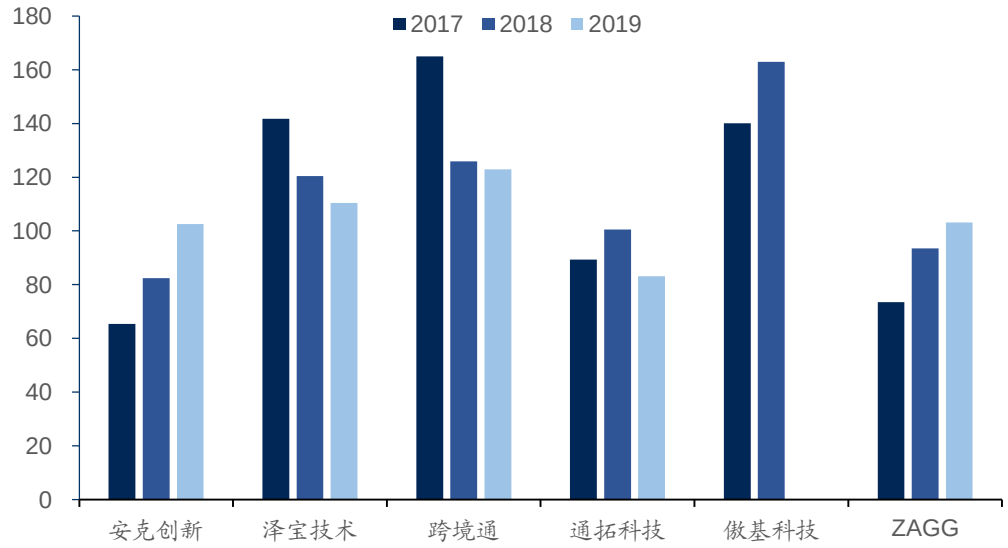


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

选品定位：精品策略打造大单品，周转水平较高

- **营运能力方面**，考虑到自营模式均采取买断式经营策略，**我们选取存货周转作为关键指标**。在精品路线下，企业通过前期调研选品，在细分领域集中资源打造核心品牌集群，**一方面利好与供应商保持稳定合作关系，另一方面有利于提升品牌影响力和消费者忠诚度**，从而获得较高的消费者粘性和复购率，能有效降低库存压力，**保持优于同行的库存周转率。**
- 从同行对比来看，安克创新2017-2019年的存货周转天数分别为65.49天/82.41天/102.50天，泽宝2017-2019年的存货周转天数分别为141.73天/120.40天/110.43天，而泛品策略的跨境通2017-2019年的存货周转天数达到165.14天/125.87天/122.87天，周转速度相对较慢。**其中通拓科技因采取小批次、高频次的采购模式，存货周转在泛品公司中相对较快。**

图21：精品策略公司与泛品策略公司的存货周转天数对比

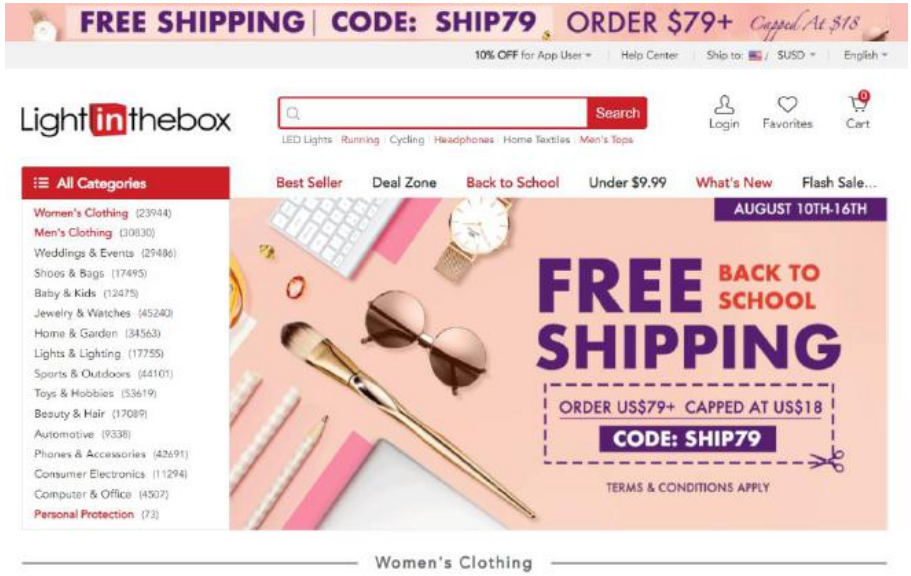


资料来源：各公司公告、国信证券经济研究所整理

平台模式各有千秋：流量是稀缺资源，产品是核心优势

- 自营型跨境电商B2C的平台模式主要分为自建和第三方入驻两种，其中**1）入驻模式**指依赖亚马逊、ebay、速卖通等电商平台进行商品销售及营销推广，并支付销售佣金及会员服务费，获得平台流量、退换货及数据统计等运营支持的模式，代表企业包括安克创新、泽宝和通拓科技（不包括TOMTOP平台）。**2）自建模式**则指企业自建电商网站，并自行承担引流获客和销售推广功能的模式，代表企业是环球易购及兰亭集势。
- 两种模式在获客成本、经营策略方面存在一定差异，但核心竞争点依旧是在流量经营和产品力两方面，这直接决定企业费用率的高低。

图22：兰亭集势自有网站界面



资料来源：兰亭集势官网、国信证券经济研究所整理

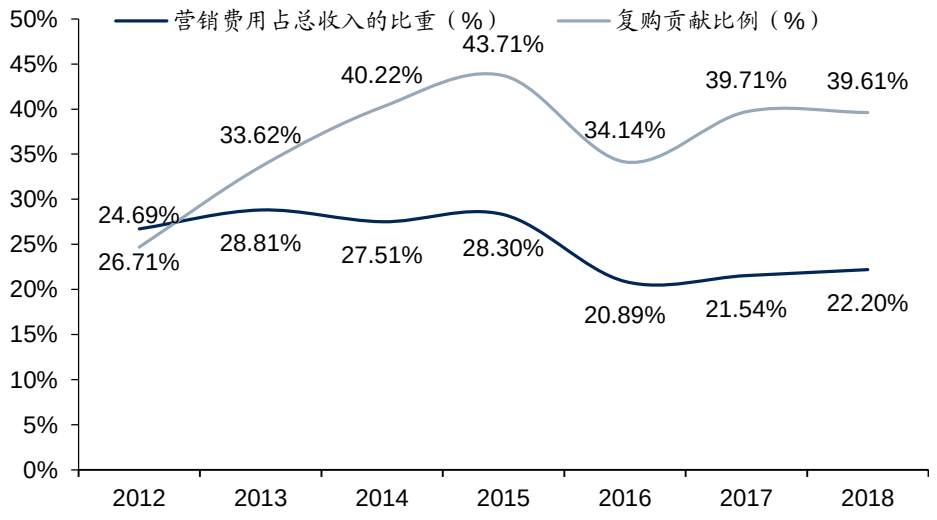
图23：安克创新在亚马逊的品牌界面

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

平台模式各有千秋：流量是稀缺资源，产品是核心优势

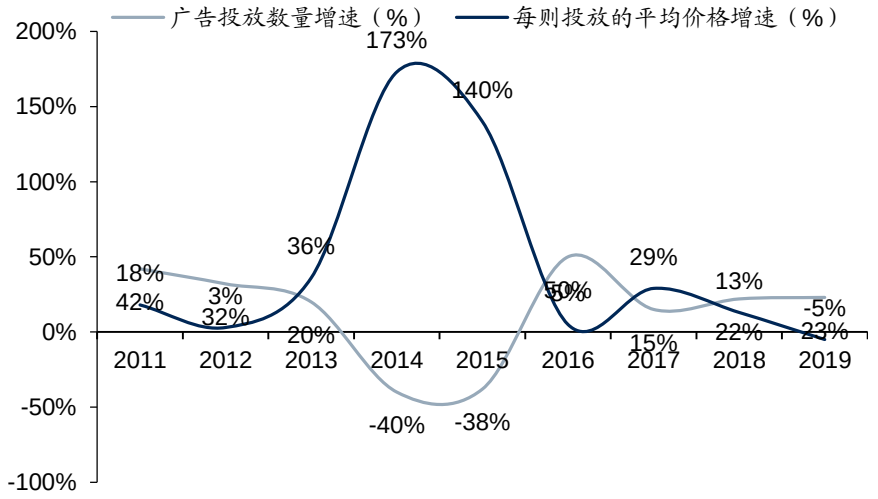
- **自建模式：在流量稀缺的互联网红海时代，自建模式下获客成本高，考验品牌积累和平台知名度。**一方面是在向非优势品牌拓展过程中，每一次拓展可以说都是较高的营销费用投入；另一方面是企业需要在Google和FB等平台投放流量广告，主要是按照CPC付费或CPM模式来获取客流，即按照用户每点击成本给投放平台付费或者按照每千次展示费用模式，费用受平台规则调整影响大，**从Facebook的广告投放费用看，该平台每则广告的平均价格整体上不断提高。**
- 以兰亭集势为例，其主要通过在搜索引擎和主要社交平台投放广告，2012-2018年营销市场费用占总收入的比重始在20%以上，但同期其复购营收占比仅从24.69%上升至了39.61%，大部分收入依旧由新顾客贡献，这在一定程度上反映出没有形成较为有效留存和粘性的提升。从这个逻辑来看，**自建模式下引流广告投放是刚性成本，关键是要做好新老消费者的流量经营。**

图24：兰亭集势营销费用及复购贡献占比情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图25：Facebook平台上广告投放数量及平均价格增速

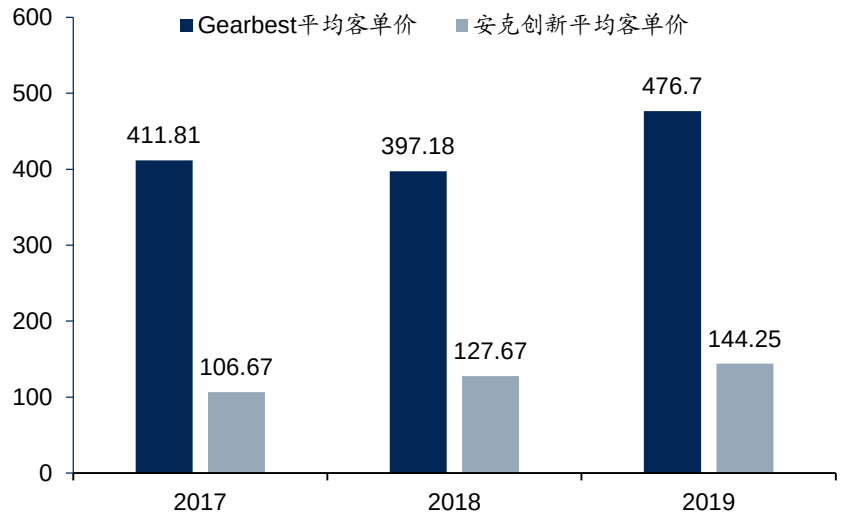


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

平台模式各有千秋：流量是稀缺资源，产品是核心优势

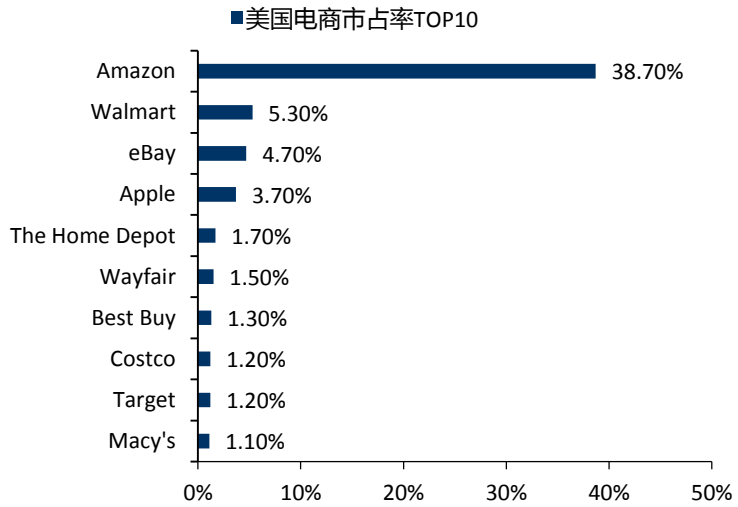
- 不过，**自建平台下企业对商品从销售到售后的控制权较大，消费者购物体验较好**，有利于提高活跃用户指标，此外，**从企业实际经营数据看，自建平台能获得较高的客单价**。如环球易购旗下的电子综合类网站“Gearbest”2017-2019年的平均客单价分别为411.81元/397.18元/476.7元，显著高于安克创新同期的105.58元/127.33元/143.24元。Kantar&Google2019年发布的的调查数据还显示，购物者在品牌独立站的消费金额约为在非品牌独立站的2倍。
- 此外，我们以美国市场为例，与国内阿里、京东、拼多多三足鼎立的竞争格局不同，美国电商领域TOP10的市占率预计2020年为60.4%，因此，对于自建电商平台而言，仍有40%的市场空间去布局。

图26：Gearbest与安克创新的客单价对比情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理
注：Gearbest的客单价以美元/人民币为7计算

图27：2020年美国TOP10电商企业的市占率（预计）

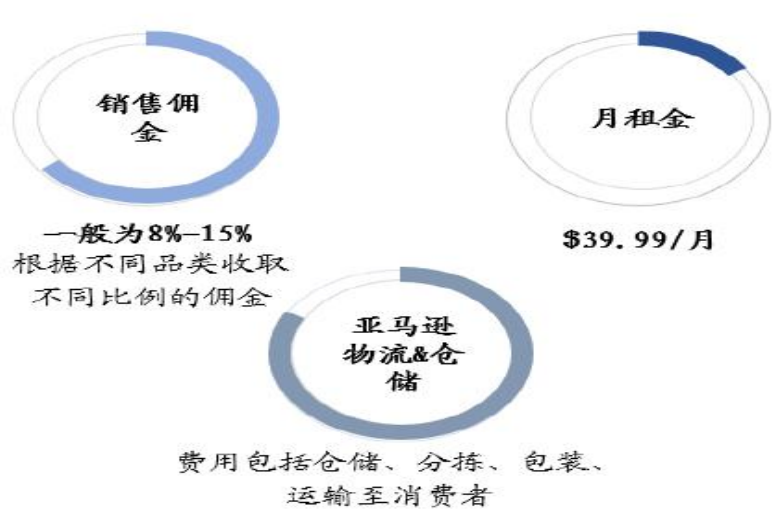


资料来源：emarketer、国信证券经济研究所整理

平台模式各有千秋：流量是稀缺资源，产品是核心优势

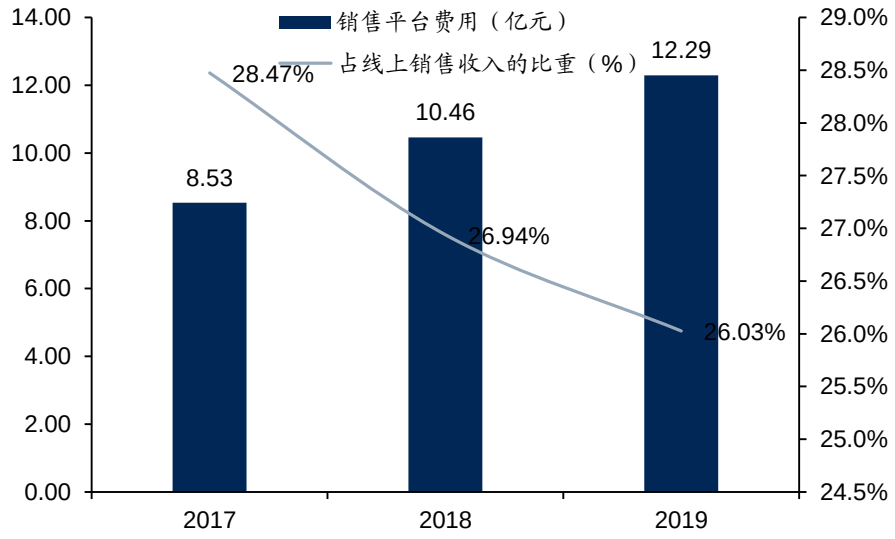
- **入驻第三方模式：**与自建独立站不同，**入驻第三方模式可获得平台的天然流量优势**，无需在社交媒体和搜索引擎投放大量站外广告，其销售费用中主要项目为销售平台费用，大致包括平台租金、销售佣金、物流及仓储费用等，同样受平台规则调整影响较大。
- 单从销售佣金看，根据通拓科技、泽宝技术及亚马逊方面公布的数据，**第三方平台的佣金分成比例根据品类的不同，从5%-15%不等，其中亚马逊北美站的分成比例是8%-15%。**以泽宝为例，销售佣金在整个销售平台费用中的占比为48%左右，从整体销售平台费用在线上销售收入中的占比情况看，安克创新2019年的占比为26.03%。

图28：跨境出口B2C企业销售平台费用的主要构成情况（以亚马逊北美站为例）



资料来源：亚马逊、公司公告、国信证券经济研究所整理

图29：安克创新销售平台费用及占线上销售的比重情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

平台模式各有千秋：流量是稀缺资源，产品是核心优势

- 为了便于与自建站模式的广告推广费用进行对比，我们以泽宝技术的公开数据为例，从其销售平台费用中剔除物流仓储费用，并加上市场推广费，计算得到其2017年/2018年的相关费用占营业收入的比重分别为19.83%/20.31%，略低于自建站平台兰亭集势同期的21.54%/22.20%。
- 虽具体费用情况受不同企业的经营状况影响较大，但我们也可以看到**采取入驻第三方平台模式，在大致相同的推广营销费用支出下，可享受到平台的天然流量资源。**而在有限的流量争夺战中，平台流量一定程度上是一个强者恒强的逻辑，这**对于入驻商家的品牌力和产品性价比提出较高要求。**
- 我们认为，**走精品路线的企业更具备在第三方平台做大做强的优势，**正如前文所述，精品路线通过打造爆款大单品可以建立自己稳定的客户群体，打造品牌认知度，获得更多的自然流量，降低站内站外的推广费用支出。

表6：泽宝技术的平台销售费用拆分及市场推广费情况（万元、%）

项目	2017	2018（1-8月）
营业收入	174,345.16	129,064.76
销售费用	65,897.69	51,224.59
—市场推广费	12,011.36	10,673.02
—销售平台费	48,546.55	36,179.05
——交易佣金	22,282.81	15,353.28
——物流费用	24,536.40	19,035.96
——仓储费用	1,450.12	1,604.56
——其他	277.22	185.25
剔除物流仓储后的费用	34,571.39	26,211.55
占营收的比重（%）	19.83%	20.31%

资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理
注：2018年的数据实际上为2018年1-8月的数据

平台模式选择：流量是稀缺资源，产品是核心优势

- 综合来看，通过以上平台模式的分析，**我们认为自建和入驻两种模式各有千秋，需具体结合企业发展规模和产品策略进行分析。自建站模式**虽然对商品从销售到售后的控制权较大，消费者购物体验较好，有利于提高活跃用户指标和客单价，但前期建设投入以及后续的推广营销费用较高，**不适合规模较小，产品结构单一的跨境电商平台**，因为单一产品结构一方面引流费用占比更高，另一方面自建模式主要是经营流量生意和消费者体验，而精品路线的核心逻辑在于经营品牌力；
- **入驻第三方模式**则缺少对商品全流程的把控力，消费者体验上有所欠缺，且同样需要支出平台费用，但自然流量资源丰富，通过精品策略打造建立自己稳定的客户群体，打造品牌认知度，获得更多的自然流量，降低站内站外的推广费用支出。

表7：自建独立站模式和入驻第三方模式的优劣势分析

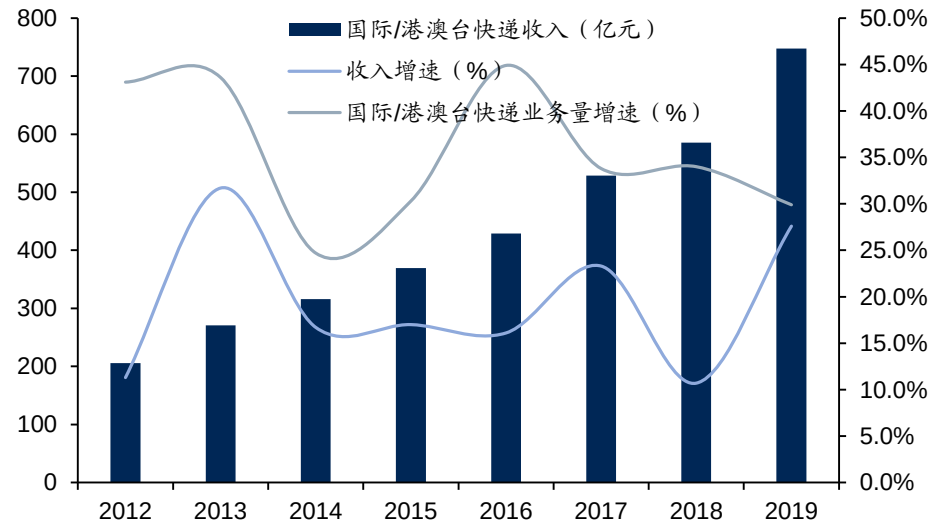
模式	优势	劣势	适合的模式
自建独立站	对商品从销售到售后的控制权较大，消费者购物体验较好，有利于提高活跃用户指标及客单价	前期建设投入和获客成本高，考验品牌积累和平台知名度，相关费用费用受平台规则调整影响大。	规模较大，产品结构丰富的跨境出口B2C企业
入驻第三方	前期建设投入成本小，天然流量优势明显，相关费用支出相对较低。	缺少对商品全流程的把控力，消费者体验上有所欠缺、流量沉淀难度较大	初期规模较小或精品路线、品牌认知度较高的企业

资料来源:雨果网、网经社、国信证券经济研究所分析整理

仓储物流：海外仓成重要竞争砝码，库存周转考验企业

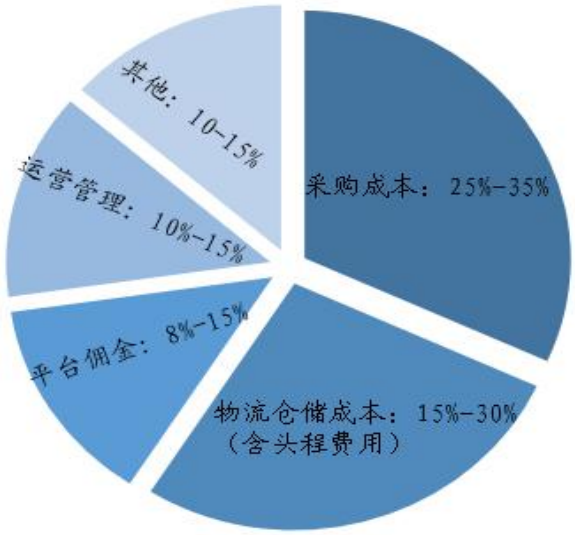
- 作为跨境电商的重要基础支撑，近年来跨境物流也呈现快速发展之势，据国家邮政局数据，我国国际/港澳台快递业务量增速近年来多在30%以上，**国际/港澳台快递业务收入从2012年的205.6亿元增加至了2019年的747.3亿元，复合增速达到20.25%。**
- 具体到跨境电商领域，跨境电商物流作为跨境电商产业链的关键环节，**占据跨境电商的交易成本高可达到30%左右，低也在15%左右。**如泽宝技术2017年物流费用占线上B2C业务收入的比重为14.62%，傲基科技2018年销售费用中运输费占营业收入的比重为20.25%。因此，对于相关经营企业而言，**物流模式的选择和经营是影响盈利能力的重要因素，也是直接决定时效、退换货等购物体验的核心要素。**

图30：我国国际/港澳台快递物流发展情况



资料来源：国家邮政局、国信证券经济研究所整理

图31：跨境出口B2C自营模式的成本结构



资料来源：公司公告、晓生研究院、国信证券经济研究所分析整理
注：以入驻第三方平台模式为例

仓储物流：海外仓成重要竞争砝码，库存周转考验企业

■ 目前B2C出口跨境电商物流模式主要包括**邮政小包、国际快递、国内快递的跨国物流服务、专线物流和海外仓五种模式**。其中邮政小包模式应用最为广泛，其价格较低，邮政网络覆盖面广，但速度较慢且丢包率较高；**海外仓模式**指跨境电商企业在海外独立建仓或者租赁仓库，该海外仓具有境外货物储存、流通加工、本地配送，以及售后服务等一站式服务的模式，由头程运输、仓储管理和本地配送三个环节构成。**海外仓模式因具备配送时效高、较低物流成本及消费体验好的优势，正成为各大跨境电商平台的重要发力方向。**

表8： B2C出口跨境电商的主要物流模式

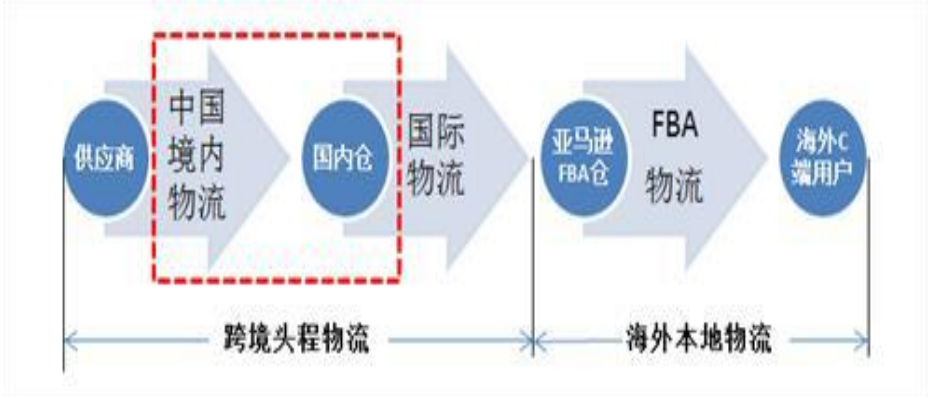
模式	预计时效（中美）	价格	优势	劣势	代表企业	备注
邮政小包	7-15天	90-100元/kg	价格便宜、物流网络广	速度较慢，丢包率较高	中国邮政	单件包裹限重在2kg以内
国际快递	3-7天	超过200元/kg	速度快，及时跟踪、寄往欧美等发达国家方便	价格昂贵	FedEx	
国内快递的跨国物流服务	7-10天	160元/kg左右	速度较快，价格较国际快递低	覆盖范围有限	顺丰	
专线物流	10-15天	190元/kg	集中大批量货物发往目的地，通过规模效应降低成本，价格和速度均适中	揽收范围及覆盖网点有限	菜鸟专线-标准	
海外仓	7天以内	100元/kg	速度较，物流成本较低，且消费体验好	提前储货带来较高的存货风险，考验供应链能力		

资料来源:速卖通官网、国际快递物流网、《跨境电商全产业链—政策红利下迎机遇》、国信证券经济研究所整理

仓储物流：海外仓成重要竞争砝码，库存周转考验企业

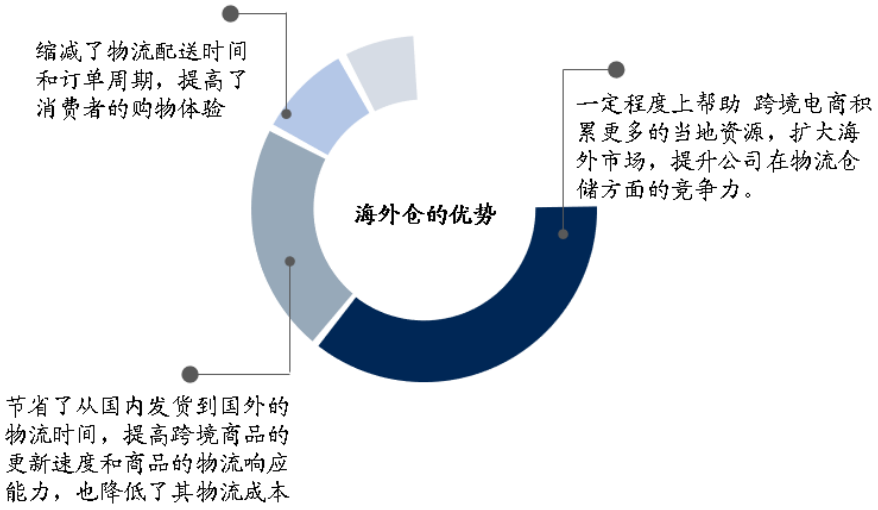
■ **具体看海外仓模式**，其整个流程包括头程运输、仓储管理和本地配送三部分，其中头程运输指国内卖家通过海/陆/空等运输途径将商品运输至海外仓库。具体操作路径上，**海外仓有包括自建仓/亚马逊FBA仓和租用第三方仓模式**。目前规模较大的出口跨境电商企业均有选择海外仓模式，如泽宝为了缩短商品从工厂到达用户的物流时间，提升整体配送效率，创造良好的购物体验，采用“跨境头程物流+亚马逊FBA本地物流”相结合的模式；有棵树采取自建海外仓+亚马逊FBA仓的模式，提升物流仓储响应时间和物流配送时效等。其中对于入驻亚马逊平台的卖家而言，亚马逊FBA仓模式因可获得平台一定的资源倾斜和更低的运费，受到卖家的普遍关注。

图32：泽宝线上B2C的物流流程



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图33：跨境电商海外仓的优势



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

仓储物流：海外仓成重要竞争砝码，库存周转考验企业

■ **考虑到海外仓需提前备货的特征，**我们认为该物流模式并不适合产品非标特征明显，SKU数量众多但不具备较强供应链管理水平的企业，易带来较高的产品滞销风险，显著降低存货周转水平并增加仓储费用开支。**而对于实行精品路线，产品海外认知度高的企业而言，采用海外仓模式则可以起到锦上添花的作用。**

图34：主要跨境电商平台及其物流模式

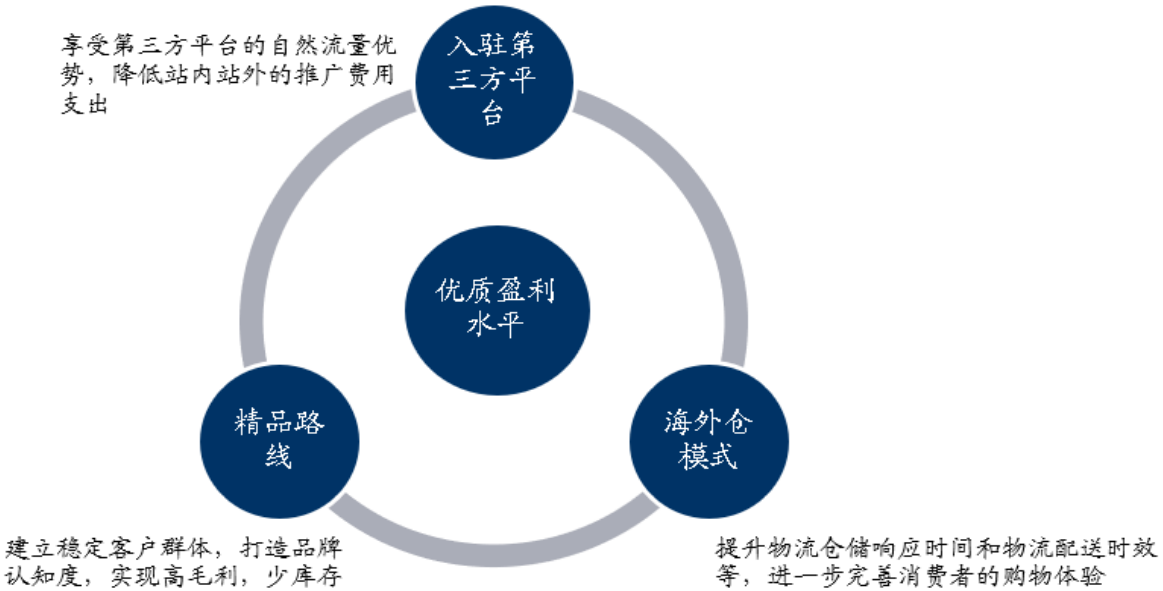
企业	物流模式
Anker Innovations	针对亚马逊平台 的产品销售以及部分其他境外平台的销售，公司选择使用亚马逊FBA服务。
YKS	自建仓为主，亚马逊FBA为辅，已在美国、英国、波兰等国家建立了海外仓，并将部分体积大、直邮成本高以及销售热门的单品批量发送至海外仓。
TOMTOP	自建+FBA+租赁第三方多种模式，已在英国、美国、德国、法国等区域租赁仓库并自营管理。
SUNVALLEY	全部采用FBA，因为其90%以上业务收入通过亚马 逊平台实现。
跨境通	自建+第三方合作：截止2019年底，公司共有海外仓63个，其中环球易购在20个国家设立了37个海外仓，帕拓逊通过与第三方合作的模式，在13个国家建立了26个海外仓，海外仓的仓储面积达到13万平方米以上。

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

善用第三方优势资源，品牌认知度助力盈利水平优化

- 总结来看，如该章节开篇所言，自营跨境出口B2C整体业务流程包括选品定位、平台模式选择、仓储物流等核心环节，其中选品定位主要影响毛利率水平和存货周转能力，平台模式选择和仓储物流主要影响费用率水平并最终综合决定着自营出口B2C企业的盈利水平。
- **从自上而下的逻辑来看**，我们认为在选品策略上，精品路线产品粘性较强，毛利率较高且库存压力小，通过打造爆款大单品可以建立自己稳定的客户群体，打造品牌认知度，从而可以充分享受第三方平台的自然流量优势，降低站内站外的推广费用支出，同时利用海外仓模式的便捷性，提升物流仓储响应时间和物流配送时效等，进一步完善消费者的购物体验，实现良性循环。

图35：自营型跨境出口B2C企业实现优质盈利水平的良性循环



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所分析整理

善用第三方优势资源，品牌认知度助力盈利水平优化

■ **从盈利能力看，**安克创新的净利率水平达到10.85%，在同行公司中处于领先水平，其贯彻消费电子精品路线，入驻亚马逊等平台且具备较高品牌认知度。此外，有棵树虽采取综合品类策略，但消费电子及家具户外品类的营收占比超过50%，同时拥有服装、生活品等高毛引流品类，整体净利率水平较高；与安克创新策略类似的泽宝技术净利率水平提升明显，2019年达到5.44%（+2.52pct），前期加大市场投入的效果逐步显现。

表9：主要自营型跨境出口B2C平台的净利率情况对比

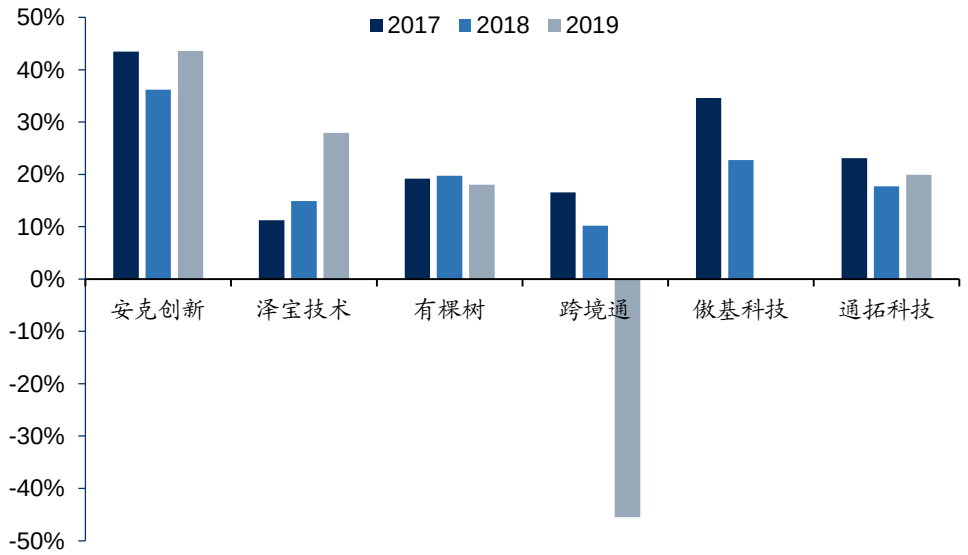
企业	类目	2017	2018	2019	经营模式	2019年营收规模	成立日期及备注
安克创新	毛利率	52.02%	50.11%	49.91%	精品路线，主营电子消费品，采取入驻第三方平台及自建+FBA海外仓模式	66.55亿元人民	消费电子毛利率较低，但公司仍能做到50%的水平
	销售费用率	33.36%	31.38%	31.28%			
	净利率	8.42%	8.16%	10.85%			
有棵树	毛利率	55.13%	55.58%	55.20%	综合类，3C电子产品、户外用品、家居生活用品、玩具、车载用品等，采取入驻第三方模式，物流上自建仓为主，FBA为辅	31.21亿元人民币	保健品及生活用品类、服装鞋帽毛利率高
	销售费用率	40.30%	39.65%	-			
	净利率	8.78%	7.75%	9.47%			
泽宝技术	毛利率	48.67%	50.15%	50.52%	精品路线，核心SKU200个，采取入驻第三方模式，物流上自全部采用FBA	28.32亿元人民币	公司近两年市场推广费较高，加大在广告促销和市场营销方面的投入
	销售费用率	37.80%	39.92%	39.83%			
	净利率	1.80%	2.92%	5.44%			
通拓科技	毛利率	42.74%	41.76%	41.33%	泛品路线，主要采取入驻第三方模式及少量自建，物流上自建+FBA+租赁均有	52.20亿元人民币	
	销售费用率	32.05%	31.22%	28.41%			
	净利率	5.72%	5.39%	5.20%			
兰亭集势	毛利率	33%	26.90%	40.10%	泛品路线，主要采取自建独立站模式，物流上自建为主	2.44亿美元	
	销售费用率	21.54%	22.20%	20.98%			
	净利率	-2.98%	-26.19%	0.43%			
傲基科技	毛利率	60.94%	58.47%	59.73%	3C 数码、智能家电、家居及大健康等品类，采取入驻第三方模式，物流上采用FBA+第三方海外仓模式	51.09亿元人民币（201年数据）	家居类，其他品类毛利率较高
	销售费用率	48.68%	48.80%	51.36%			
	净利率	5.15%	3.88%	3.29%			
跨境通	毛利率	49.77%	40.58%	33.64%	泛品路线，自建独立站，物流上自建海外仓	178.74 亿元人民币	环球易购2019年度清理滞销存货和计提存货减值准备 的影响。
	销售费用率	38.46%	31.51%	29.96%			
	净利率	5.47%	2.85%	-15.24%			

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

善用第三方优势资源，品牌认知度助力盈利水平优化

■ **最后从ROE水平看**，得益于较高的净利率水平和周转效率，安克创新2017-2019年的ROE水平分别达到43.44%/36.18%/43.59%，在同行业处于领先水平。此外，与安克创新策略类似的泽宝技术ROE水平逐年升高，从2017年的11.25%增长至了2019年的27.92%。

图36：自营型出口B2C相关标的的ROE（平均）水平对比情况



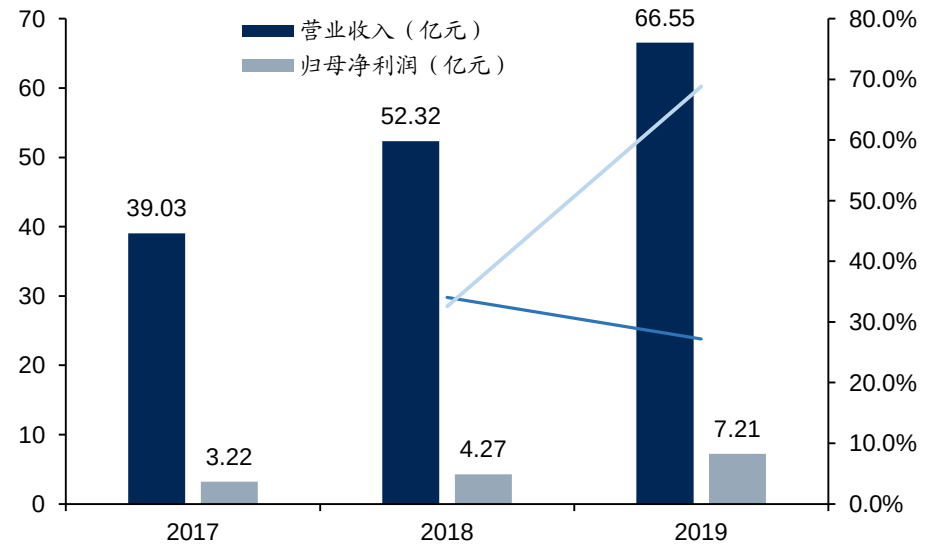
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所计算整理
注：ROE（平均）=净利润/平均净资产

- 相关标的简介：不同模式，各显千秋

安克创新：打造消费电子出海标杆，盈利水平领跑同行

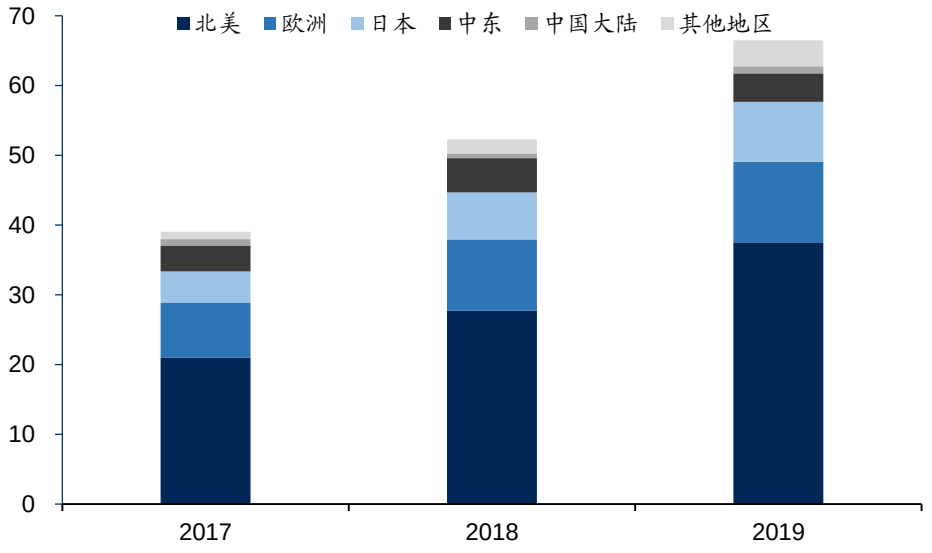
- 安克创新专注于消费电子产品的自主研发、设计和销售，是全球消费电子行业知名品牌商，其前身海翼有限公司成立于2011年12月6日，并于2016年6月整体变更为股份有限公司，2018年1月正式更名为安克创新。
- 2019年，安克创新实现营业收入66.55亿元（+27.20%），实现归母净利润7.21亿元（+68.85%），其中97%的营收来自境外。具体分销售区域方面，公司以北美、欧洲、日本、中东等经济发达、消费力强、运作规范的市场和地区为主，2019年北美/欧洲/日本占主营业务收入的比重分别为56.45%/17.41%/12.92%。同时不断拓宽销售地域，在中国香港、澳大利亚、智利、越南、韩国等地区和国家 的销售在报告期内实现快速增长，成为公司新的业绩增长源泉。

图37：安克创新营收及归母净利润情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图38：安克创新主营业务收入分区域情况（亿元）

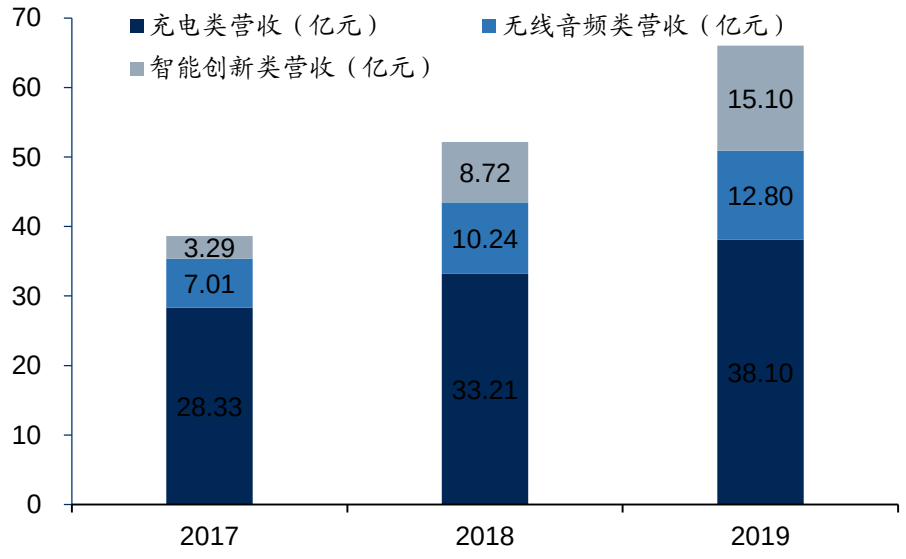


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

安克创新：打造消费电子出海标杆，盈利水平领跑同行

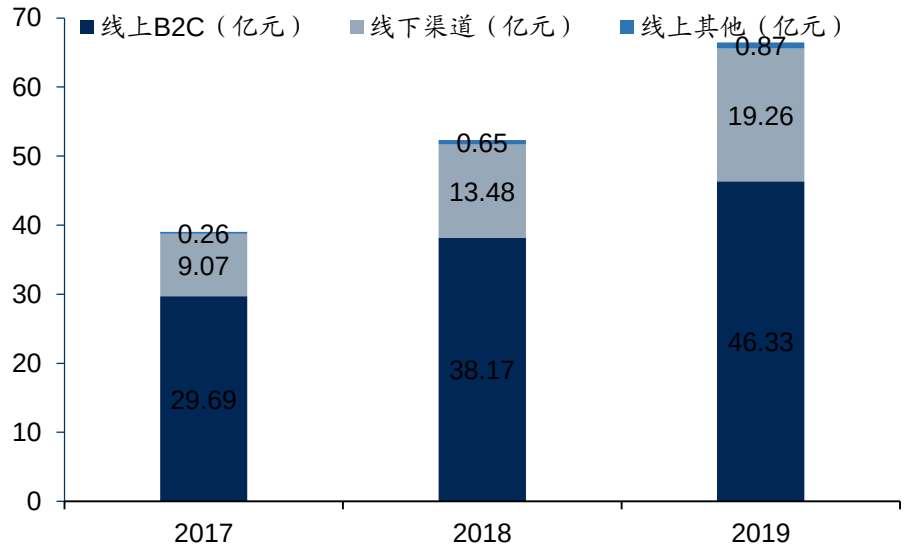
- 分品类来看，公司以充电类产品为传统优势品类，2019年实现营收38.1亿元，营收占比为57%，无线音频类和智能创新类产品作为新产品系列，占主营业务收入比重由2017年的 26.40%增长至2019年的 41.97%，呈现大幅增长的趋势，成为公司重要的业绩增长源泉。
- 分渠道来看，线上 B2C 平台是公司主要的产品销售渠道，2019年线上 B2C 模 式销售额占主营业务收入比重分别为 69.70%，以亚马逊、eBay、天猫和日本乐天为主；同时公司稳步展开线下渠道的推广，与更多知名、优质客户合作如沃尔玛、百思买、塔吉特、 Costco、KDDI 等，线下渠道收入占比已达 30%左右。

图39：安克创新分品类营收情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图40：安克创新主营业务收入分渠道情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

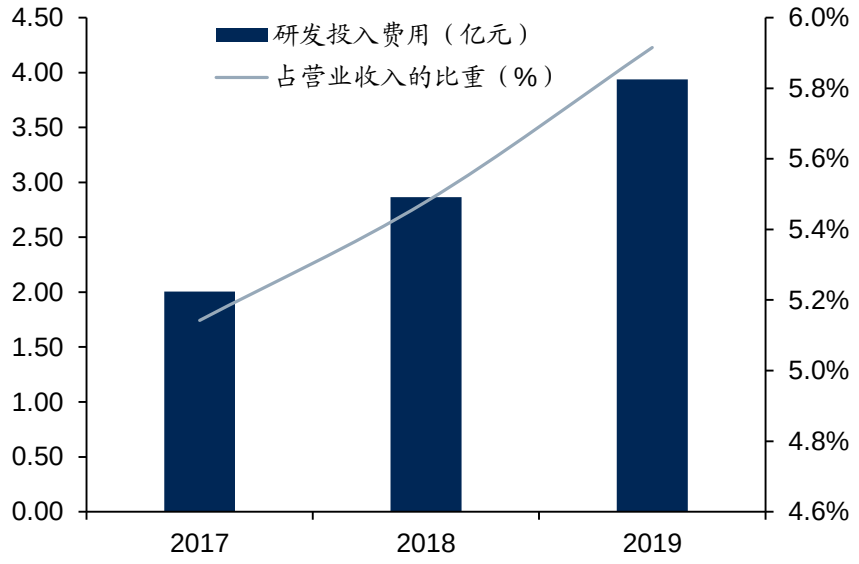
安克创新：打造消费电子出海标杆，盈利水平领跑同行

- 公司专注于消费电子品类，强调自主研发设计能力的提升，2019 年公司研发费用达 3.94亿元，占营业收入的比重为 5.92%；截至 2019 年底，公司技术、研发人员 822 名，占总人数的 53.38%；同时，发行人在各个产品领域均形成诸多核心技术，截至 2019 年 12 月底，公司拥有境内外专利共计 520 项。
- 出色的研发和经营管理能力使得公司产品的品牌认知度不断提升，公司充电类和无线音频类等多款产品常年在亚马逊平台上位列最畅销产品（Best Seller）和亚马逊之选（Amazon's Choice）。公司目前既在上游形成了强势的议价能力，又在下游消费者中实现了较好的用户粘性。正如前文模式分析部分提到，**公司的毛利率、存货周转率和整体盈利能力均排名行业前列。**

图41：安克创新三大销售品类

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图42：安克创新研发费用投入情况

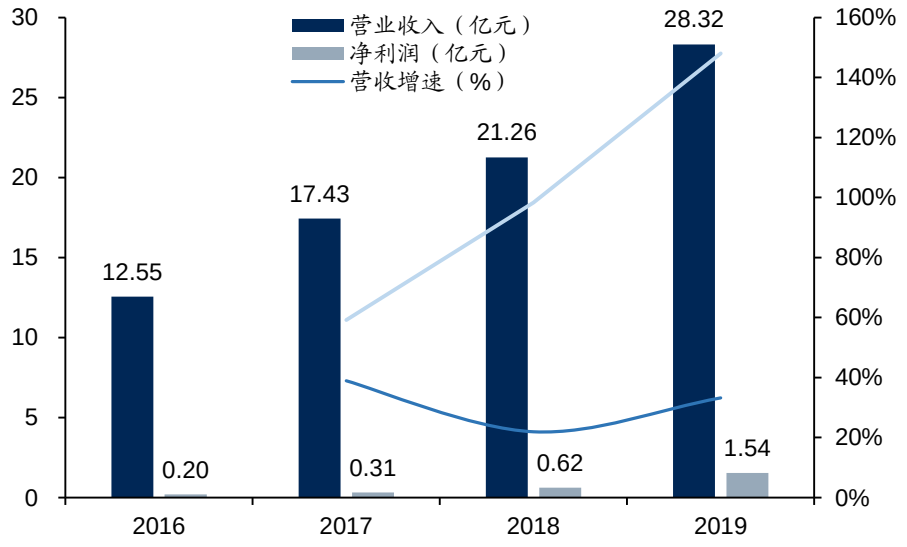


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

泽宝技术：坚持精品路线，盈利能力持续优化

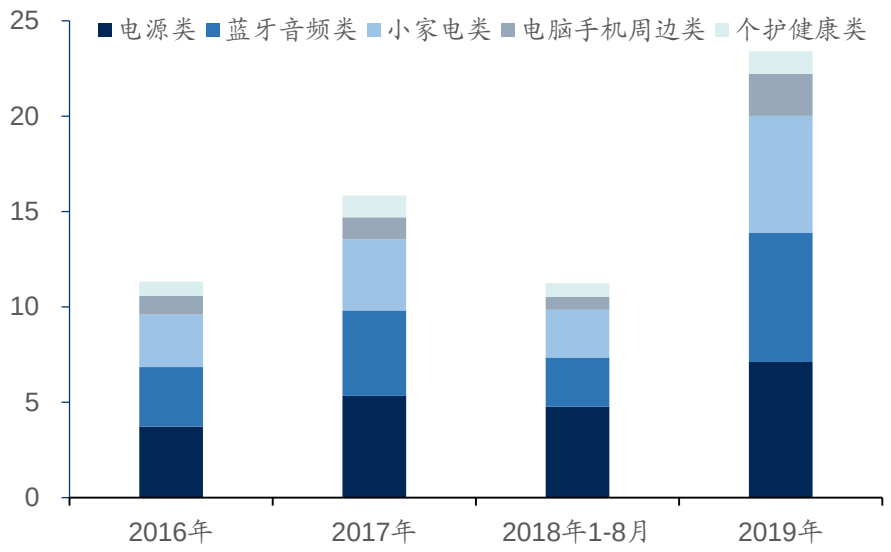
- 泽宝技术于2007年在深圳成立，定位于“精品”路线，入驻亚马逊等电商平台从事跨境自营B2C 业务，2019年实现营业收入28.32亿元，同比增长33.22%，实现净利润1.54亿元，同比增长148.03%，2016-2019年净利润的复合增速达到98.60%。
- 销售品类上，泽宝技术贯彻精品策略，积极推广自有品牌，主要产品品类包括电源类、蓝牙音频类、家用电器类、电脑手机周边类、个护健康类、家纺家居类、智能硬件类、美妆个护等，形成RavPower、 TaoTronics、VAVA、Anjou、Sable、HooTo六大品牌。

图43：泽宝技术营收及净利润情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图44：泽宝技术主要销售品类近年来的收入情况（亿元）

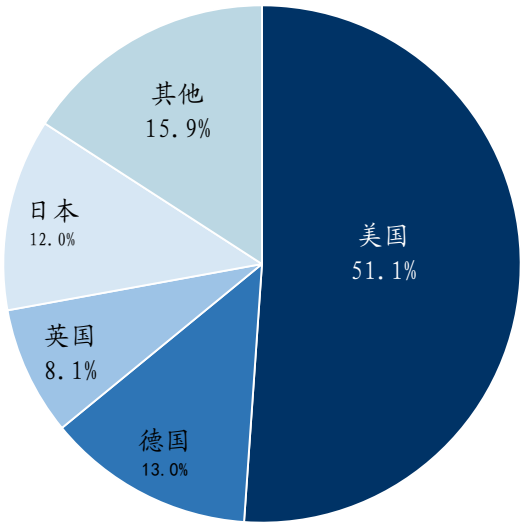


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

泽宝技术：坚持精品路线，盈利能力持续优化

- 从销售平台和销售区域看，泽宝技术90%以上的销售收入来自亚马逊平台，并选择使用亚马逊的FBA物流，打造了一定的品牌影响力，2019年获得亚马逊年 度最具产品创新力卖家和亚马逊全球物流团队年度运输贡献奖。销售区域方面，公司以美国/德国/英国/日本为主要市场，2018年1-8月的主营收入占比分别为51.11%/12.97%/8.06%/12.01%。
- 泽宝技术自2016年开始往产品方向转型，加大对于产品研发的投入，截至2019年12月末，泽宝技术研发人员为213人，在境内拥有 9 项实用新型专利、51 项外观设计专利；在境外拥有 255 项外观设计专利；在全球拥有 38 项软件著作权。

图45：泽宝技术主营收入分区域情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图46：泽宝技术旗下六大核心品牌

品牌名称	品牌描述	产品细分类型
RAVPOWER	致力于为消费者提供专业、可靠的移动电源相关产品，拥有iSmart、HyperAir快充等前沿的充电技术，全球拥有数千万忠诚用户。	移动电源、充电器、无线充电器、电源转接器、逆变电源、数据线
TaoTronics	提供以人为本，细节化设计的蓝牙音频、小家电等产品，通过有意义的创新，为大众创造更加便捷、美好的日常生活。	蓝牙耳机、降噪耳机、头戴耳机、蓝牙接收器和发射器、Soundbar音箱、LED台灯、光疗灯、空气净化器、加湿器、香薰机
VAVA	为全球用户提供智能车载、智能家居等技术创新产品，追求设计的最优解，使设计与使用场景完美结合，产品曾获得多个红点设计大奖。	行车记录仪、家用摄像头、投影仪幕布、集线器、蓝牙音箱
ANJOU	秉承让生活更美的原则，Anjou致力于提供优质的美容及工具产品，让顾客的美由内至外地散发出来：精致耐用的香薰机，萃取自天然植物的精油，毛质柔软的化妆刷，设计考究的卷发棒等。	化妆刷、卷发棒、蜡疗机、化妆镜、精油、浴盐球、椰子油
Sable	从轻柔触感的家用纺织，到舒缓疲劳的按摩器械，Sable始终坚持从材料源头控制品质，为顾客提供最舒适、健康的体验。	床上用品、家用按摩仪、充气床、水上用品
HooToo	为技术恐惧者和技术爱好者提供先进科技	iPhone闪存驱动器，4K兼容的C型USB集线器，全功能网络摄像头

资料来源：公司公告、泽宝官网、国信证券经济研究所整理

泽宝技术：坚持精品路线，盈利能力持续优化

- 泽宝技术坚持以“精品”模式打造自主品牌，在品牌认知度不断提升的基础上，获得了较高的毛利空间和存货周转水平，前期持续的推广营销投入成效也加速显现，公司近年来ROE水平提升明显，从2017年的11.25%提升至2019年的27.92%。
- 公司作为自主研发能力较强的消费电子跨境零售商，近年来品牌认知度持续提升，同样有望受益于海外电商渗透率的提升。

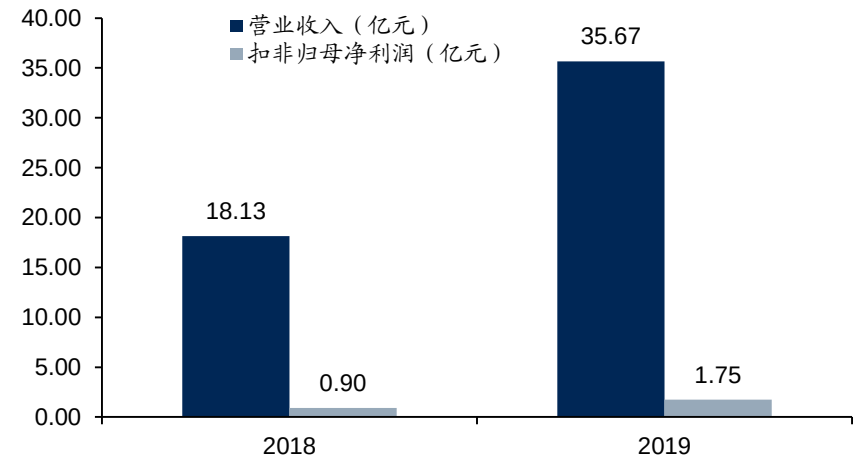
图47：泽宝技术官网图片

资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

易佰网络：均衡经营，分散经营风险

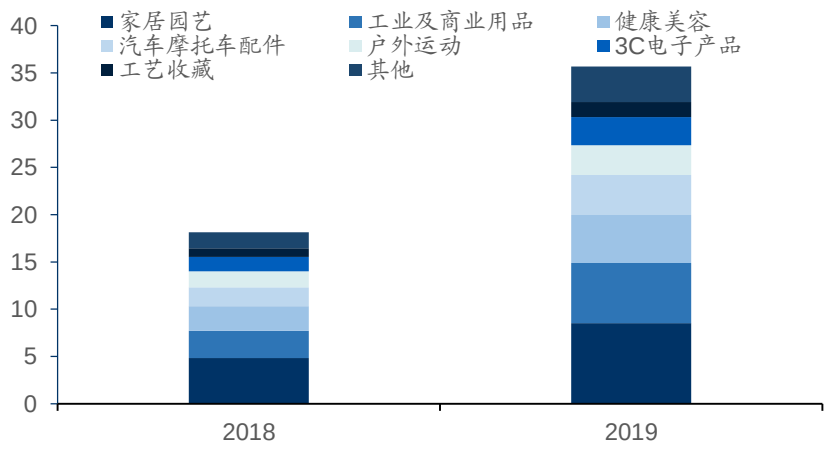
- 易佰网络成立于2011年，通过亚马逊、ebay等第三方平台，将汽车摩托车配件、工业及商业用品、家居园艺、健康美容、户外运动等品类销售给境外终端消费者，销售网络覆盖欧洲、北美洲、 大洋洲、亚洲、南美洲、非洲等。易佰网络2019年实现营业收入18.13亿元，同比增长96.75%，实现扣非归母净利润1.75亿元，同比增长94.70%。**目前A股上市公司华凯创意（300592.SZ）拟收购易佰网络，尚需证监会审核通过**。
- 易佰网络执行多品类发展的经营策略，2019 年实现销售的 SKU 数量已超过 37 万个，各品类营收占比较为均衡，其中家居园艺类2019年主营收入占比23.87%，工业及商业用品主营收入占比17.89%。销售区域占比亦较为均衡，其中欧美日等发达地区的销售排名靠前，东南亚、南美等跨境出口电商等跨境电商潜力区域亦有一定占比。
- 在执行泛品策略的同时，公司贯彻“小批量、多批次、低成本快速试错”的管控逻辑，从而提升产品从开发上线、采购销售到库存管理的整体周转效率。同时，泛品类、多平台、多市场经营，国内仓和海外仓发货均衡发展，有利于公司分散经营风险

图50：易佰网络营收及扣非归母净利润情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图51：易佰网络各品类营收情况（亿元）

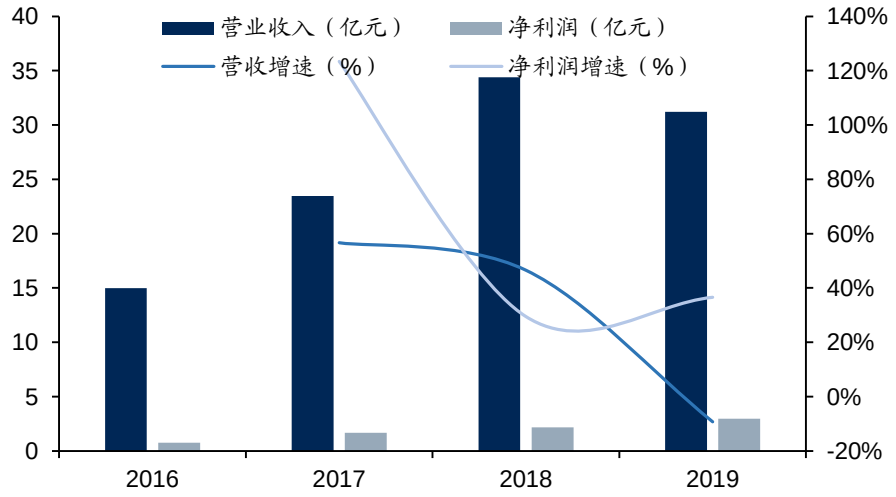


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

天泽信息（有棵树）：布局全面，泛品模式佼佼者

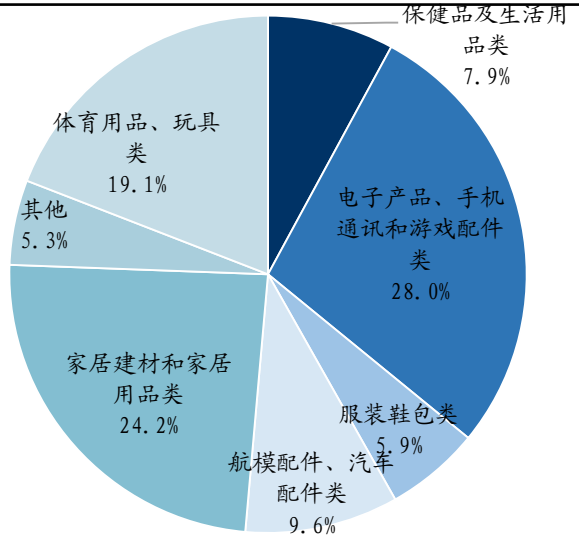
- 有棵树于2010年在深圳成立，以 B2C 模式面向国外消费者，依托 eBay、亚马逊、Wish、 速卖通等第三方电商平台，将中国制造的 3C 电子产品、家居生活用品、玩具、车载用品等产品销往世界各地 100 多个国家及地区，并于2019年2月被A股上市公司天泽信息（300209.SZ）正式收购。2019年，有棵树实现营业收入31.21亿元，同比下滑9.27%，为天泽信息贡献了81%的营收，实现净利润2.96亿元，同比上涨36.57%。
- 有棵树实行泛供应链敬经营策略以取得规模优势，其主营产品覆盖3C，户外，家居，汽配等19大类，3000个小类，产品SKU数逾40万件，其中销售国家覆盖欧美，东南亚，日韩，俄罗斯，中南美洲，逾100多个国家和地区。仓储物流方面，有棵树主要采取自建海外仓模式，并辅以亚马逊FBA，在美国、英国、波兰等国家建立了海外仓，并将部分体积大、直邮成本高以及销售热门的单品批量发送至海外仓，以提升运输效率和降低库存风险。

图48：有棵树营收及利润情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图49：有棵树2019年营业收入分产品情况

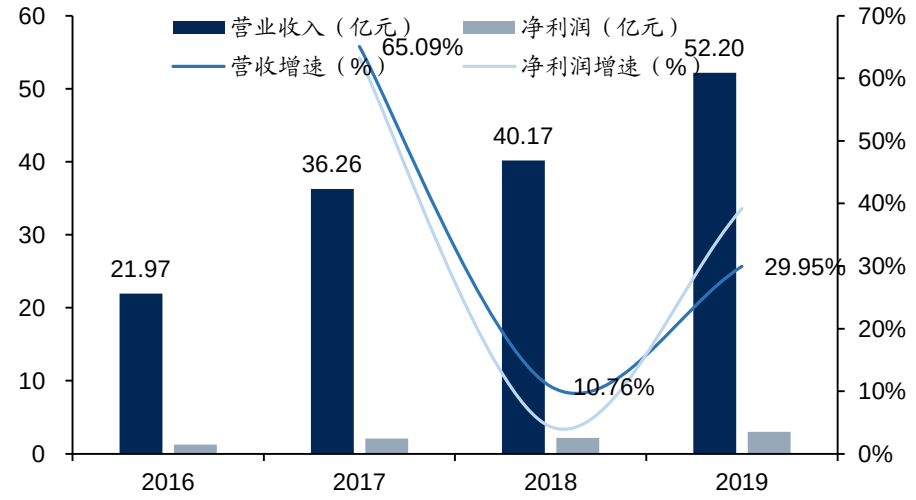


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

华鼎股份（通拓科技）：紧贴消费需求，提升经营效率

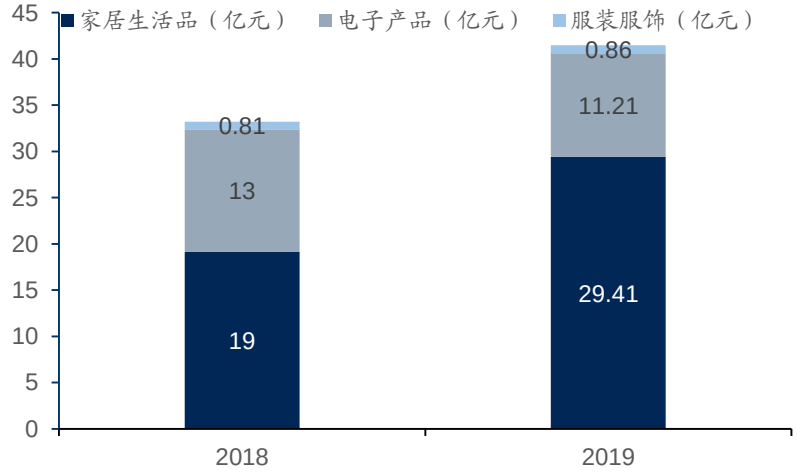
- 通拓科技于2004年在深圳成立，属于国内最早的跨境电商企业之一，2006年加入ebay的美国、英国澳大利亚等国际平台，正式开启跨境电商之旅，并于2018年4月被华鼎股份（601113.SH）收购，登陆资本市场。通拓科技2019年实现营业收入52.20亿元，同比增长29.95%，为华鼎股份贡献了60.95%的营收，实现净利润3.01亿元，同比增长39.18%。
- 通拓科技实行全面布局的经营策略，其商品品类齐全，具体涵盖 3C 电子、摄影影音、美容服饰、游戏玩具、家居户外、健康管理、汽车配件等几十个品类，SKU 总量超过 55 万，**其中家居生活和3C电子为核心品类，2019年在出口业务中的营收占比达到98%，服装占比仅2%**。销售平台包括eBay、亚马逊、速卖通、Wish、TOMTOP自有网站等多个。同时销售区域遍布全球多地，在深圳、东莞等地拥有国内仓库，在美国、法国、英国、德国等地拥有海外仓库。

图52：通拓科技营收及利润情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图53：通拓科技出口业务中各品类营收情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

华鼎股份（通拓科技）：紧贴消费需求，提升经营效率

- 在实行泛品类策略时，通拓科技在经营实践中以主动开发为主，推荐开发为辅，前者指基于消费者偏好、习惯等数据，以及线上线下市场调研收集的产品流行趋势数据，由公司确定待开发商品，与合适的供应商或ODM制造商合作开发；后者则供应商会主动向公司推荐当前市场热销的高频消费产品，公司就供应商提供的样品进行质量审核、成本分析及市场调研等工作。我们认为，**通拓科技虽走泛品路线，但产品的开发及铺设从消费者偏好出发，能较好地匹配市场需求，降低存货积压风险，**同时采用小批量、高频次、急速到货的采购模式，以最大程度提高存货周转，降低资金占用。
- 仓储物流方面，通拓科技注重物流配送信息系统的构架和优化，消费者下单后，通拓科技物流信息系统会综合分析消费者要求、商品特点、目的地等多种因素，对发货仓库、配送方式、物流类型等信息做出最优选择，提升运货效率和消费者购物体验。

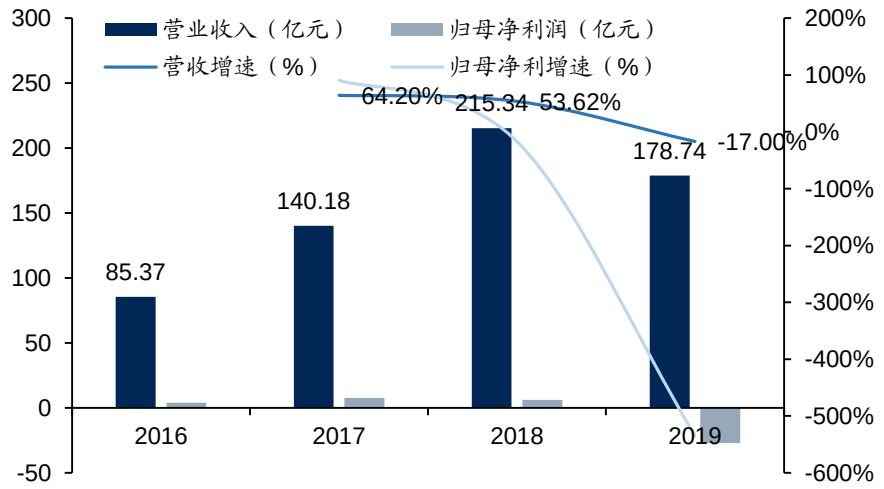
图54：通拓科技仓储物流模式流程图

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

跨境通：跨境电商规模型选手，谋求转型激发活力

- 跨境通素有跨境电商第一股之称，前身百圆裤业主要从事服装零售业务，2014年通过收购环球易购逐步转型从事跨境电商业务，并于2015年6月正式更名为跨境通。跨境通当前跨境电商业务发展业态多元，覆盖出口+进口业务业务，2019年实现营业收入178.74亿元，同比下降17%，总体规模在行业处于领先地位，归母净利润亏损27.08亿元，主因计提大额存货跌价减值27.59亿元，同时毛利率同比下滑7pct。
- 出口B2C业务方面，跨境通以子公司环球易购和帕拓逊为业务主体，其中环球易购采取自建独立站模式和自建海外仓的模式，旗下拥有ZAFUL、Gearbest等电商平台，销售品类齐全，走泛品经营路线，2019年贡献了47.59%的营收；帕拓逊采取入驻亚马逊等第三方平台模式及与第三方合作建设海外仓，品类上以消费电子产品为主，2019年贡献了19.24%的营收。进口B2C业务方面以优壹电商和环球易购进口事业部为主要经营主体，以母婴数字消费者为市场切入点，其中优壹电商2019年贡献了32.85%的营收。

图55：跨境通营收及归母净利润情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图56：跨境通旗下四大经营主体

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

跨境通：跨境电商规模型选手，谋求转型激发活力

- 跨境通近年来积极推进数字化转型升级，建立了涵盖产品开发、智能选品、供应商管理、精准营销推广、仓储物流服务、智能推荐、搜索优化、自动备货、智能客服等多种业务精细化运营体系，其中站内搜索近乎实时搜索数据呈现服务，1秒内完成数据同步，搜索转化率提升44%，智能客服覆盖90%的问题查全率，实现70%以上问题查准率，机器人同用户自动对话，节约40%的人力成本。
- 此外，2019年10月，跨境通实控人变更为广州开发区管委会，国资入主有望为公司未来的发展提供更多弹药，助力公司整体经营实力的提升。

图57：跨境通主要业务及商业模式

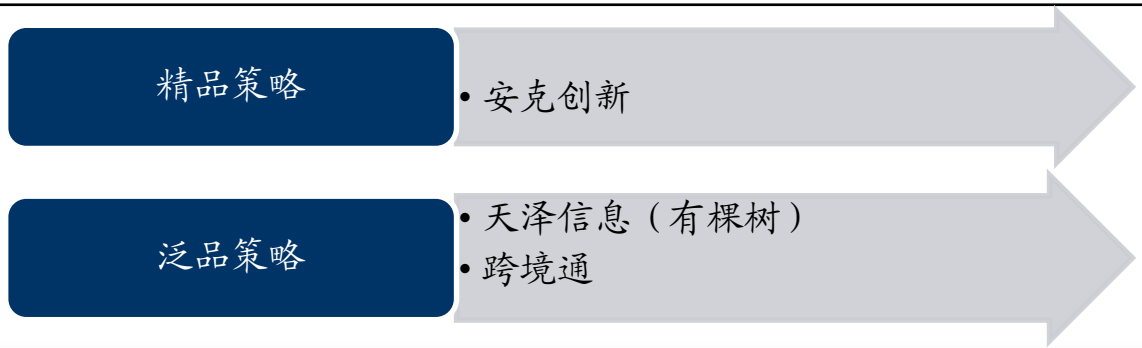
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- 投资建议：关注具备品牌认知度和优异周转能力的优势企业

关注具备品牌认知度和优异周转能力的优势企业

- 跨境电商模式凭借产业链短平快的优势，在我国对外贸易中扮演着日益重要的角色，预计随着政策红利不断释放和海外电商渗透率提升，行业整体发展趋势仍有望持续向好。同时当前分散的格局随着行业规范度提升和中小企业供应链难题的凸显将逐步走向集中，龙头有望迎来规模扩大和集中度提升的双重机遇，我们通过拆解跨境出口B2C的核心经营环节，从选品定位、平台运营和仓储物流三大决定企业盈利水平核心环节来甄选优质盈利标的。
- **其中1）精品路线**通过打造爆款大单品可以建立自己稳定的客户群体，提升消费黏性，从而充分享受第三方平台的自然流量优势，降低站内站外的推广费用支出，同时利用海外仓模式的便捷性，提升物流仓储响应时间和物流配送时效等，进一步完善消费者的购物体验，实现良性循环。在此逻辑下，我们重点推荐消费电子品类，拥有出色产品经营管理能力和海外品牌认知度的**安克创新；2）从泛品经营策略来看**，通过覆盖不同类型客户群可实现规模优势，并分散单一品类的经营风险，但较为考验企业库存管理能力，企业需具备不同品类的供应链积累以提升供货效率，同时以品牌认知度带来流量留存和复购率提升。在此逻辑下，我们建议关注**天泽信息**，其子公司有棵树打造数字化品类开发模式，通过自身高效率的跨境仓储物流网络将产品销售至海外市场，并积极推动自有品牌开发，获得了较高的净利率水平；同时建议可关注精细化管理能力提升，获国资入主的**跨境通**。

图58：自营型跨境出口B2C投资思路



资料来源：国信证券经济研究所分析整理

附：安克创新盈利预测及估值建议

表10：安克创新营收及毛利率拆分预测（百万元、%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	备注
营业总收入	3,903.01	5,232.22	6,654.74	8476.14	11275.11	14580.34	预计2020年各大电商平台整体销售额增长明显，但线下收入锐减同样影响收入增速
YOY		34.06%	27.19%	27.37%	33.02%	29.31%	
毛利率	52.02%	50.11%	49.91%	44.80%	45.72%	46.47%	
线上销售	2995.52	3882.72	4720.43	6819.35	9219.53	11934.53	20年疫情期间，预计线上表现亮眼，形成较高增速
YOY		29.62%	21.58%	44.46%	35.20%	29.45%	
毛利率	57.75%	56.44%	57.20%	49.00%	50.00%	51.00%	20年开始亚马逊FBA物流费和为客户终端配送费调入营业成本，带动毛利率降低5pct左右，同时疫情带来成本短期有所上涨，但高毛平台占比和品牌认知度进一步提升提升有望带动公司毛利率中长期稳定增长。
—充电类	2218.36	2483.84	2789.86	3124.65	3437.11	3608.97	预计传统充电品类的人群覆盖率已较高，增速进入平稳期
YOY		11.97%	12.32%	12%	10%	5%	
—无线音频类	484.00	675.26	742.07	1224.42	1714.19	2228.44	无线耳机、无线音响作为趋势品类，预计有较高增长率。如市场调研机构CounterpointResearch预测全球真无线耳机同比增速达到90%。
YOY		39.52%	9.89%	65%	40%	30%	
—智能创新类	280.75	711.54	1164.04	2444.48	4033.39	6050.09	预计智能硬件市场销售广阔，符合智能时代场景化消费趋势。如市场研究机构Strategy Analytics预计，到2023年，全球将有30%的宽带家庭会使用智能家居设备，较2018年增加1亿个家庭。
YOY		153.44%	63.60%	110.0%	65%	50%	
—其他	8.50	12.59	19.12	25.81	34.84	47.03	
YOY		48.10%	51.86%	35%	35%	35%	
线下销售	907.48	1348.37	1926.34	1655.20	2053.82	2643.88	20年上半年受疫情影响明显，部分线下门店关闭或限制客户进店消费，但中长期看，公司仍积极拓展线下渠道，已覆盖主要区域的核心线下零售渠道。
YOY		48.58%	42.86%	-14.08%	24.08%	28.73%	
毛利率	33.09%	31.90%	30.62%	27.50%	26.50%	26.00%	预计线下毛利率随市场竞争日趋激烈和商超/卖场占比提升，毛利率整体有所下降
—充电类	619.26	840.58	1012.34	860.49	989.56	1088.52	
YOY		35.74%	20.43%	-15%	15%	10%	
—无线音频类	217.18	394.25	537.00	483.30	628.29	879.61	预计20年全年线下所以品类均受疫情冲击明显。中长期公司加大线下业务投入，品类上智能创新类和无线音频类增长较快。
YOY		81.53%	36.21%	-10%	30.00%	40%	
—智能创新类	47.79	160.03	346.00	311.40	435.97	675.75	
YOY		234.84%	116.22%	-10%	40%	55%	
其他收入	0.00	1.12	7.97	1.59	1.75	1.93	主要为房屋出租收入
YOY		-	611.22%	-80%	10%	10%	

资料来源：Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理预测

附：安克创新盈利预测及估值建议

- 安克创新盈利预测的核心假设：**1）出口跨境电商交易规模持续扩大：**政策支持+海外电商渗透率提升和疫情后需求复苏，推动出口跨境电商行业持续发展。**2）公司线上线下业务齐头并进：**从海外市场看，特别是欧美市场，线下渠道连锁率和覆盖度较高，仍然是重要的购物渠道，公司期望实现线上+线下全渠道布局。
- **3）公司品牌认知度持续提升，高毛渠道在总体营收中的占比提升：**线上B2C业务毛利率高于线下批发渠道，其中亚马逊、日本乐天和Anker官网渠道毛利率高于其他线上渠道，未来毛利率随着以上渠道占比提升、品牌溢价能力的增强而有望增加，预计公司毛利率稳健中略有提升。**4）销售平台费**随公司品牌认知度提升和客户群体稳定增长，不会出现明显增长趋势，与营收增长相匹配；研发投入力度会进一步加大，带来研发费用率提升。
- 综上假设，我们预计公司20-22年分别实现营业收入84.76亿元/112.75亿元/145.80亿元，分别同比增长27.37%/33.02%/29.31%；实现归母净利润8.66亿元/10.86亿元/13.50亿元，分别同比增长20.12%/25.41%/24.31%。

表11：安克创新费用率及归母净利润预测（百万元、%）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	备注
营业总收入	3,903.01	5,232.22	6,654.74	8476.14	11275.11	14580.34	预计2020年各大电商平台整体销售额增长明显，但线下收入锐减同样影响收入增速
YOY		34.06%	27.19%	27.37%	33.02%	29.31%	
毛利率	52.02%	50.11%	49.91%	44.80%	45.72%	46.47%	
销售费用率	33.36%	31.38%	31.29%	24.00%	25.00%	25.60%	20年开始亚马逊FBA物流费和为客户终端配送费不再计入销售费用，带动销售费用率下降5pct左右，同时20上半年平台有部分优惠扶持活动。中长期看，随品牌认知度提升，客户群体稳定增长，整体费用控制良好。
管理费用率（含研发）	9.43%	8.29%	8.50%	10.00%	10.50%	11.00%	预计疫情期间工资薪酬上涨明显，同时研发投入持续加大，20年管理费用率上升明显，中长期管理费用控制良好，主要受研发投入增加影响。
财务费用率	0.76%	0.51%	-0.15%	-2.00%	-0.55%	-0.90%	主要受汇率波动影响
归母净利润	321.68	427.06	721.08	866.16	1086.26	1350.32	
YOY		32.76%	68.85%	20.12%	25.41%	24.31%	

资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理预测

附：安克创新盈利预测及估值建议

■ **绝对估值方面，**我们采用三阶段模型，对公司价值进行DCF折现。从行业层面看，政策支持+海外电商渗透率提升和疫情后需求复苏，推动出口B2C跨境电商行业持续发展。公司作为供应链管理优势显著，品牌认知度较高的龙头企业，预计未来三年营收仍可保持20%以上的同比增速。毛利率方面，线下业务和智能创新等低毛品类占比提升给毛利率带来下降压力，但公司凭借优异的供应链能力，较高的顾客粘性，长期来看毛利率水平可实现稳中有升；费用率方面，随品牌认知度提升，客户群体稳定增长，销售平台费用整体控制良好，管理费用受研发投入不断加大略有所增加。同时出于谨慎考虑，我们假设在最后几年增速逐步下降

表12：绝对估值的基本假设条件

基本假设			
无风险利率	2.8%	风险溢价	6.0%
永续增长率	2%	实际所得税率	12%
公司市值（百万元）	26926	E/（D+E）	99.98%
债务总额（百万元）	5	D/（D+E）	0.02%
Ke	8.20%	WACC	8.20%

资料来源:Wind、公司公告，国信证券经济研究所预测

■ 综上推算得到安克创新合理价值区间为91.35-97.15元，价值中枢为94.25元，对应 2020 年 PE 倍数42.9~45.6X。

表13：FCFF估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析

91.35	6.9%	7.4%	7.90%	8.4%	8.9%
3.5%	165.51	141.46	122.97	108.33	96.47
3.0%	147.18	127.88	112.60	100.22	90.01
2.5%	133.01	117.06	104.15	93.49	84.56
2.0%	121.74	108.26	97.13	87.81	79.91
1.5%	112.55	100.94	91.21	82.96	75.88
1.0%	104.92	94.77	86.15	78.76	72.36
0.5%	98.49	89.49	81.77	75.09	69.26

资料来源:国信证券经济研究所预测

表14：FCFE估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析

97.15	6.9%	7.4%	7.90%	8.4%	8.9%
3.5%	176.88	151.02	131.14	115.40	102.66
3.0%	157.17	136.42	119.99	106.69	95.71
2.5%	141.94	124.79	110.91	99.45	89.85
2.0%	129.82	115.32	103.36	93.35	84.85
1.5%	119.94	107.45	97.00	88.13	80.51
1.0%	111.73	100.82	91.55	83.61	76.73
0.5%	104.81	95.14	86.85	79.67	73.39

资料来源:国信证券经济研究所预测

附：安克创新盈利预测及估值建议

表15：可比公司2019年财务指标对比

指标	安克创新	跨境通	南极电商
营业收入（亿元）	66.55	178.74	39.07
yoy	27.19%	-16.99%	16.52%
归母净利润（亿元）	7.21	-27.08	12.06
yoy	68.85%	-534.82%	36.06%
毛利率（%）	49.91%	33.64%	38.50%
净利率（%）	10.85%	-15.24%	30.87%
存货周转率（次）	3.51	2.93	544.00
应付账款周转率（次）	6.65	7.87	39.79
ROE（%）	43.59%	-45.53%	28.06%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表16：可比公司估值

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			PEG
		2020/8/19	亿元	20E	21E	22E	20E	21E	22E	19E
002640	跨境通	7.58	118.10	0.15	0.32	0.54	49.83	23.53	14.09	0.57
002127	南极电商	20.21	496.13	0.62	0.79	1.00	32.40	25.46	20.30	1.23
平均							41.12	24.29	17.20	
300866	安克创新	66.32	269.26	2.13	2.67	3.32	31.13	24.82	19.97	1.25

资料来源:Wind、公司公告、国信证券经济研究所整理预测
注：除安克创新外，均为wind一致预测

- **相对估值方面**，我们选取了与公司业务相近，同为自营型跨境出口B2C企业的A股上市公司跨境通，以及在同样利用电商平台，并在产品供应链整合模式相类似的南极电商作为可比公司。
- 安克创新2019年营收规模66.55亿元，次于跨境通，高于南极电商。但从经营能力层面，公司毛利率和整体ROE水平处于可比公司领先地位，主要得益于公司出色的品类经营管理能力、较高的品牌认知度及供应链优势。因而，相对于同业，公司未来有望更为充分分享电商B2C和海外市场红利。
- 根据可比公司平均估值情况，给予安克创新20年PE41倍，对应股价为87.33元。

- 综合考虑绝对估值和相对估值，我们**给予公司合理价值区间87.33~97.15元/股，对应20年PE41~46X，较发行价具有31.68%~46.69%的上涨空间。公司作为跨境电商龙头企业，凭借自身优异的经营管理水平和紧扣需求的产品布局能力，有望充分分享行业高增长红利，首次覆盖，给予“买入”评级。**

风险提示

■中美贸易摩擦加剧，贸易政策出现变化

■全球贸易环境恶化；

■国内疫情出现反复影响产能供应；

■海外疫情对仓储物流等环节造成影响。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所
GUOSEN SECURITIES ECONOMIC RESEARCH INSTITUTE

全球视野　本土智慧

GLOBAL VIEW　LOCAL WISDOM

考研资料：数学、英语、政治、管综、西综、法硕等（整合各大机构）
英语类：四六级万词班专四专八雅思等
财经类：初级会计、中级会计、注册会计、高级会计、税务师、会计实操、证券从业、基金从业、资产评估、初级审
公务员：国考、省考、事业单位、军队文职、三支一扶微信 2270291360
银行：银行招聘、笔试、面试
教师资格：小学、中学、教师招聘面试
建筑：一建、二建、消防、造价
法考：主观题、客观题
多平台网课：涵盖职场、办公技能、编程、文案写作、情感心理、穿搭技巧、理财投资健身减肥摄影技术等优质内容
精选资料：Excel 教程、PPT 模板、简历模板、PS 教程、PPT 教程、素描、烹饪、小语种、CAD 教程、PR 教程、UI 课程、自媒体、写作、计算机二级、钢琴、Python、书法、吉他、kindle 电子书、演讲.....持续更新中...
押题：提供考前冲刺押题（初级会计、中级会计、注册会计、一建、二建、教资、四六级、证券、基金、期货等等），麻麻再也不用担心我考不过了。
资料领取微信：1131084518
行业报告：20000 份+持续更新

英语四六级备考资料	计算机二级备考资料	150 所高校考研专业课资料
两小时搞定毛概马原思修近代史纲	高数(微积分)+线性代数+概率论	素描 0 基础入门教程
教师资格证全套备考资料	普通话考试资料礼包	书法教程微信 2270291360
大学生英语竞赛备考资料	大学生数学竞赛备考资料	1000 份各行业营销策划方案合集
挑战杯/创青春/互联网+竞赛资料	电子设计竞赛必备资料	街舞 0 基础入门教程
托福雅思备考资料	大学物理学科攻略合集	动漫自学教程
SCI 最全写作攻略	TEM4/TEM8 专四专八备考资料	教师资格证面试试讲万能模板
360 份精美简历模板	数学建模 0 基础从入门到精通	100 套快闪 PPT 模板
Vlog 制作最全攻略	超强 PR 模板	42 套卡通风 PPT 模板
PS 零基础教程微信 1131084518	PS 高级技能教程	63 套酷炫科技 PPT 模板
好用到极致的 PPT 素材	128 套中国风 PPT 模板	32 套 MBE 风格 PPT 模板
327 套水彩风 PPT 模板	295 套手绘风 PPT 模板	54 套毕业答辩专属 PPT
196 套日系和风 PPT 模板	82 套文艺清新 PPT 模板	57 套思维导图 PPT 模板
163 套学术答辩 PPT 模板	53 套北欧风 PPT 模板	34 套温暖治愈系 PPT 模板
118 套国潮风 PPT 模板	30 套仙系古风 PPT	126 套黑板风 PPT 模板
114 套星空风格 PPT 模板	192 套欧美商务风 PPT 模板	42 套绚丽暈染风 PPT
50 套精美 INS 风 PPT 模板	56 套水墨风 PPT 模板	137 套清爽夏日风 PPT 模板
98 套森系 PPT 模板	25 套简约通用 PPT 模板	记忆力训练教程
300 套教学说课 PPT 模板	123 套医学护理 PPT 模板	AE 动态模板微信 2270291360
毕业论文资料礼包	教师资格证重点笔记+易错题集	表情包制作教程
吉他自学教程（送 6000 谱）	钢琴自学教程（送 1000 谱）	区块链从入门到精通资料
2000 部 TED 演讲视频合集	Excel 从入门到精通自学教程	单片机教程
230 套可视化 Excel 模板	1000 款 PR 预设+音效	1000 份实习报告模板
手绘自学教程微信 1131084518	单反从入门到精通教程	人力资源管理师备考资料
英语口语自学攻略	粤语 0 基础从入门到精通教程	证券从业资格证备考资料
日语自学教程	韩语自学教程	PHP 从入门到精通教程
法语学习资料	西班牙语学习资料	炒股+投资理财从入门到精通教程
全国翻译专业资格考试备考资料	BEC 初级+中级+高级全套备考资料	大数据学习资料
SPSS 自学必备教程	Origin 自学必备教程	会计实操资料
LaTeX 全套教程+模板	EndNote 教程+模板	小提琴 0 基础入门自学教程
GRE 超全备考资料	200 份医学习题合集	司考备考资料

思维导图教程＋素材	20000 份行业研究报告	一级造价工程师备考资料

上万 GB 教学资料（均全套,非杂乱）免费领取微信 1131084518

《闪电式百万富翁》实战版+升级版

易经+道德经+易学名师全集+风水学+算命学+起名+++等等（全套 1000 多 GB）

心理学+NLP 教练技术+精神分析+亲子家庭教育+催眠+++等等（更新超 2000GB）

大学-已更新至 9333 个课程+高中+初中+小学-全套资料（超过 2 万 GB）

陈安之	曾仕强	马云	杜云生	翟鸿燊	刘一秒	俞凌雄
王健林	余世维	雷军	周文强	安东尼罗宾	董明珠	李嘉诚
徐鹤宁	冯晓强	李践	刘克亚	罗伯特清崎	戴志强	李伟贤
苏引华	史玉柱	李强	俞敏洪	杰亚伯拉罕	周鸿祎	唐骏
梁凯恩	陈永亮	傅佩荣	贾长松	易发久	李彦宏	湖畔大学
李开复	聂枭	悟空道场	魏星	姬剑晶	其他名师全集	其他资料下载
王兴	王智华	智多星	陈文强	周导		微信 2270291360
泡妞	撩汉	泡仔	房中术	性福课	驻容术	泡妞撩汉性福合集

注：太多了，无法全部一一列出。。。

全套专题系列【微信 1131084518】

记忆力训练	形象礼仪	健康养生	企业管理	沟通技巧
演讲与口才	经理修炼	MBA 讲座	时间管理	战略经营
企业文化	销售心理	管理素质	国学讲座	执行力
团队管理	领导艺术	员工激励	潜能激发	谈判技巧
绩效管理	薪酬管理	43 份直销制度	电话销售	人力管理
客户服务	创业指南	市场营销	餐饮管理	保险讲座
品牌营销	酒店管理	汽车 4S 店	众筹资料	销售技巧

兴趣爱好：	钓鱼教程	魔术教学	炒股教学	美术教学	书法教学
音乐乐器：	萨克斯教学	电子琴教学	小提琴	古筝教学	钢琴教学
	吉他教学				
体育运动：	篮球教学	足球教学	羽毛球教学	兵乓球教学	太极拳教学
	围棋教学	高尔夫球			
生活实用：	插花教学	茶艺-茶道	唱歌教学	单反相机摄影	毛线编织
	小吃+美食				
语言学习：	英语				
电脑 IT：	办公 office	PS 美工教学			

暗号：666

免费领取资料微信

1131084518

微信1131084518

撩汉liaohan.net

最好资源zuihaoziyuan.com

START YOUR FINANCE

起点财经，网罗天下报告